

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

OSSERVATORIO MONETARIO

2/2015

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo Gemelli, 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano – Milano, Piazza Meda n. 2/4 – c/c n. 40625



Associazione per Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Università Cattolica del Sacro Cuore

LABORATORIO DI ANALISI MONETARIA

OSSERVATORIO MONETARIO

n. 2/2015

Autori del presente rapporto sono: Marco Lossani (Introduzione), Elena Beccalli, Elisa Coletti e Clarissa Simone (cap. 1), Giuliano Iannotta, Luca Leuci e Marco Oriani (cap. 2), Paola Bongini, Maria Luisa Di Battista, Laura Gasparini e Laura Nieri (cap. 3), Doriana Cucinelli e Arturo Patarnello (cap. 4).

Direzione e coordinamento: Marco Lossani. Segreteria: Barbara Caprara.

Il rapporto è stato redatto sulla base delle informazioni disponibili al 23 giugno 2015.

Laboratorio di Analisi Monetaria:

Via Necchi, 5 - 20123 Milano - tel. 02-7234.2487; lab.monetario@unicatt.it; www.assbb.it

Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa:

Sede: presso Università Cattolica del Sacro Cuore – Milano, Largo A. Gemelli, 1

Segreteria: presso Banca Popolare Commercio e Industria – Milano, Via Monte di Pietà, 7 – tel. 02-6275.5252



Comitato Scientifico del Laboratorio di Analisi Monetaria:

Proff. M. LOSSANI (Direttore), A. BAGLIONI, A. BANFI, D. DELLI GATTI
P. GIARDA, P. RANCI, G. VACIAGO, G. VERGA

INDICE

SINTESI	pag. I
INTRODUZIONE	pag. 1
1. NPLS DELLE BANCHE EUROPEE: DETERMINANTI MACROECONOMICHE E DI IMPRESA	pag. 3
1. Il caso italiano nel confronto europeo	3
2. Rassegna dalla letteratura	7
3. Metodologia	10
4. Dati e campione delle imprese	13
5. Risultati	17
6. Conclusioni	22
2. CREDITI DETERIORATI E NORMATIVA SULLA CRISI D'IMPRESA	25
1. Efficienza delle procedure di gestione della crisi	25
2. Tutela del credito e comportamento del debitore	30
3. La normativa italiana sulla crisi d'impresa	33
4. Conclusioni	44
3. LA GESTIONE DEI CREDITI DETERIORATI: UN'ANALISI DELLE PRINCIPALI SOLUZIONI	46
1. Le possibili soluzioni per la gestione dei crediti deteriorati	46
2. La gestione strategica dei crediti deteriorati	56
3. Le soluzioni di sistema: lavori in corso	57
4. CREDITI DETERIORATI: QUALI SOLUZIONI PROSPETTANO LE PRINCIPALI BANCHE ITALIANE?	69
1. Il campione dei gruppi italiani: le caratteristiche	70
2. Il profilo di rischio dei gruppi bancari: un confronto con il campione europeo delle banche AQR	71
3. Le politiche creditizie e la gestione dei crediti deteriorati: le linee strategiche delineate dai piani industriali	75



SINTESI

Questo numero di Osservatorio monetario viene interamente dedicato all'analisi di alcuni aspetti riguardanti il problema dei crediti deteriorati nell'industria bancaria italiana che alla fine del 2014 hanno raggiunto i 350 miliardi di euro, un livello 4 volte superiore alla media europea.

Il primo capitolo analizza quali caratteristiche sia micro che macroeconomiche abbiano avuto un impatto sulla crescita dei *non-performing loans* (NPLs) delle banche europee. Dopo aver analizzato la questione della comparabilità tra paesi dei dati sui crediti deteriorati, vengono sintetizzate le principali evidenze del confronto europeo e l'evoluzione della qualità del credito delle banche italiane. Successivamente il capitolo passa in rassegna la letteratura sulle determinanti dei NPLs e le principali variabili macroeconomiche e d'impresa considerate nell'analisi econometrica, per giungere alla presentazione e al commento dei principali risultati ottenuti. Tra le variabili macroeconomiche analizzate, il tasso di variazione del PIL risulta essere la determinante di maggiore rilievo nello spiegare l'andamento dei NPLs. Ad esso si aggiungono il tasso di disoccupazione e il tasso di variazione delle quotazioni dell'indice azionario. Tra le variabili microeconomiche, tutte quelle considerate sembrano esercitare un impatto non marginale sulla crescita dei NPLs: l'aumento del livello di leva finanziaria delle imprese, le variazioni nella redditività operativa e nella quota di immobilizzazioni sul totale dell'attivo. Inoltre, tramite lo studio di un modello completo, è emerso come la leva finanziaria delle imprese risulti più rilevante dell'andamento del PIL del paese nello spiegare la crescita dei NPLs dimostrando come l'aggiunta delle variabili

d'impresa tra le determinanti dei NPLs fornisca un importante apporto esplicativo. A conclusione del lavoro, si è testata l'esistenza di differenze nell'impatto esercitato dalle singole determinanti considerate tra paesi *core* e ai paesi periferici. E' emersa l'esistenza di differenze statisticamente significative nell'impatto esercitato dal tasso di crescita del PIL e dal tasso di interesse sui prestiti. Tra le variabili di impresa, invece, non sono emerse differenze significative, probabilmente per via dell'omogeneità del campione di imprese considerato (società quotate sui mercati regolamentati).

Il secondo capitolo si concentra sui legami esistenti tra normativa in materia di crisi di impresa e andamento dei crediti deteriorati. L'analisi dei risultati di un noto sondaggio condotto in 88 paesi e relativo all'efficienza nella gestione delle crisi mostra come il nostro paese sia caratterizzato da un grado di efficienza medio-basso. Tale risultato non sembra essere dovuta alla lunghezza temporale della procedura - che è solo lievemente superiore alla media dei paesi più virtuosi - quanto al loro maggior costo e all'assenza di continuità aziendale (una volta che la procedura ha avuto termine). La rilevanza del contesto istituzionale in cui si trova ad essere applicata la normativa sulla crisi di impresa consente di comprendere come la valutazione di ogni riforma riguardante tale normativa non possa prescindere dal contesto istituzionale in cui verrà applicata.

In quest'ottica sembrerebbe doversi leggere il "nuovo approccio" suggerito dalla Raccomandazione della Commissione Europea dello scorso marzo 2014. Gli obiettivi del "nuovo approccio" (intervento precoce, mantenimento della continuità aziendale, massimizzazione del valore per creditori,



dependenti, *azionisti*, etc.) sono certamente condivisibili. Tuttavia, in presenza di contesti istituzionali molto eterogenei (tra i diversi paesi e anche nell'ambito del medesimo paese), potrebbe non essere ottimale perseguire tali obiettivi mediante l'armonizzazione dei diritti fallimentari nazionali. Un punto che solleva ancora una volta il più generale problema dell'armonizzazione delle regole all'interno del contesto europeo. Il capitolo si chiude con una attenta valutazione della normativa italiana sulla crisi di impresa che mette in evidenza le non poche difficoltà che è necessario superare per arrivare a costituire una soluzione di sistema quale potrebbe essere una *bad bank*.

Nel terzo capitolo vengono analizzate le diverse modalità tecniche per la gestione dei NPLs attuate e/o in corso di attuazione in Italia da parte di singole banche e le soluzioni di sistema attuate in altri paesi europei e allo studio in Italia, quali la costituzione di una *bad bank*. Tale analisi si propone una valutazione dell'efficacia delle soluzioni adottate e prospettate, evidenziando se e in che misura ciascuna di esse sia in grado di contenere o contrastare gli effetti negativi derivanti dalla elevata dimensione dei crediti deteriorati e di raggiungere gli effetti positivi, in primis nuovo credito all'economia, che da tali operazioni ci si attende.

Il governo italiano si sta al momento concentrando sulla riforma delle procedure giudiziarie in materia di gestione delle crisi di impresa e sulla normativa fiscale riguardante la deducibilità delle svalutazioni su crediti. Il maggior rigore della nuova disciplina europea in tema di aiuti di stato sta invece ritardando il possibile varo della *bad bank* di sistema. Le notizie più recenti indicano che il governo si muoverebbe nella direzione di costituire un veicolo specializzato nei crediti in sofferenza

delle sole imprese (sarebbero pertanto esclusi i crediti in sofferenza delle famiglie). Tale veicolo verrebbe costituito con la partecipazione minoritaria dello Stato o di altro ente pubblico (presumibilmente la Cassa di Risparmio di Roma). Inoltre, o in alternativa come nella proposta di ABI, lo Stato potrebbe offrire una garanzia pubblica sui titoli emessi dal veicolo, il cui costo graverebbe sull'Asset Management Company. Se così fosse, per evitare che scatti la sanzione degli aiuti di Stato, occorrerebbe: i) che i crediti fossero ceduti al loro valore di mercato, che viene attualmente considerato troppo basso dalle banche; e ii) che il prezzo della garanzia fosse coerente con il rischio incorporato nei crediti ceduti.

La valutazione di questi (e di altri elementi) spinge a valutare il progetto di costituzione di una *bad bank* di sistema quanto meno complesso. In particolare, la realizzazione di tale progetto deve risolvere il puzzle dell'allocatione dei costi connessi con il *pricing gap* e con l'acquisizione di una garanzia dello Stato a prezzi inferiori a quelli di mercato. Tuttavia, in assenza di una qualche condivisione dei costi tra mercato e stato, è difficile ipotizzare che gli azionisti delle banche si accollino, da soli, un costo certo immediato a fronte di un futuro, incerto miglioramento della redditività aziendale, stante le condizioni di debolezza dell'economia reale e i rischi macroeconomici al di fuori del loro controllo. Così facendo, tuttavia, è difficile immaginare una consistente ripresa del credito, che permetterebbe l'irrobustimento della tenue ripresa in corso, con ricadute negative (di nuovo) per le banche e per l'economia nel suo complesso.

Il quarto e ultimo capitolo si pone l'obiettivo di valutare - nell'ambito del sistema bancario italiano - le soluzioni aziendali in fase di definizione o già realizzate per la gestione dei

crediti deteriorati, utilizzando le informazioni contenute nei piani strategici di alcuni dei principali gruppi bancari interessati dall'AQR nell'autunno scorso. Il capitolo si concentra sulle soluzioni proposte nei piani per la gestione del deteriorato e sostanzialmente indirizzate a migliorare il profilo di rischio dell'attivo e a ridurre il costo del credito. L'efficacia e la sostenibilità delle soluzioni proposte sotto il profilo economico e patrimoniale appaiono infatti prerequisiti per lo sviluppo e la riqualificazione dell'offerta di nuovo credito all'economia.

Tra le principali evidenze segnalate dai piani emerge la scelta – da parte di tutti i gruppi bancari in esame – di rifocalizzare il business sull'attività di credito: nei piani strategici sono esplicitati obiettivi di crescita dei volumi di crediti e della base di clientela, subordinati alla capacità di elevare la redditività commerciale delle relazioni. Alla base delle strategie di crescita vi è quasi sempre la scelta di intervenire sulla qualità dei processi del credito e sull'efficienza delle politiche di *credit risk management*, per una molteplicità di obiettivi.

Pertanto il capitolo mette in evidenza come le soluzioni indicate nei piani strategici poggino in misura sostanzialmente marginale su operazioni classiche di cessione di quote dei portafogli deteriorati; inoltre, l'analisi condotta mostra in modo chiaro come le azioni strategiche proposte siano differenziate in relazione alla dimensione e all'articolazione operativa dei gruppi analizzati. Per i gruppi di minori dimensioni la strategia sul portafoglio deteriorato prevede essenzialmente azioni di miglioramento delle fasi di monitoraggio e di recupero, e, in qualche caso, soluzioni di parziale esternalizzazione dei processi finalizzate a ridurre i costi e a massimizzare l'estrazione di valore su una quota maggiore dei portafogli problematici.

I gruppi di maggiori dimensioni evidenziano invece la volontà di reingegnerizzare le fasi di gestione dei crediti deteriorati secondo modelli organizzativi che mirano a segregare le attività connesse alla gestione in unità organizzative distinte, con processi autonomi e risorse di personale specializzate e dedicate. Anche in questo caso le soluzioni sottendono la scelta di mantenere all'interno dell'azienda le attività riconducibili alla componente di crediti problematici, con l'intento tuttavia di isolarne gli effetti rispetto alle attività *core* della banca, di renderne trasparente la struttura di costo e di migliorare i margini economici della gestione.

In tutti i casi le soluzioni prospettate, anche quando mostrino di convergere verso modelli affermati in altri sistemi, appaiono per le banche italiane promettenti unicamente se valutate in un orizzonte di medio periodo e implicitamente pongono il tema dei crediti deteriorati per il sistema bancario italiano come nodo strutturale suscettibile di condizionare pesantemente le scelte di politica del credito nei prossimi anni, anche in presenza di miglioramenti dello scenario congiunturale.



INTRODUZIONE♦

Il quadro macroeconomico internazionale continua ad essere caratterizzato da andamenti difformi tra le principali aree. Mentre il mondo emergente rallenta – non solo in conseguenza dei risultati espressi dal sistema economico cinese, ma anche per effetto della fase recessiva vissuta da Brasile e Russia – quello avanzato procede lungo un sentiero di crescita a macchie di leopardo. Gli USA – che nel corso del 2015 dovrebbero raggiungere un tasso di crescita prossimo al 3% – hanno registrato una severa battuta d’arresto in occasione del primo trimestre dell’anno. Sul risultato – che è frutto di una revisione di una prima stima già inferiore alle attese – pesano due elementi: le conseguenze negative di un inverno particolarmente rigido; le (ormai) croniche difficoltà a destagionalizzare in modo adeguato i dati di contabilità nazionale USA che si riferiscono al primo trimestre. Il combinato disposto di una crescita deludente associata a un mercato del lavoro che migliora meno di quanto fosse atteso ha portato la Fed a rinviare il momento in cui verrà dato l’avvio alla ripresa dei tassi; un evento che il mercato sconta non prima della fine del 2015, se non addirittura all’inizio del 2016.

Mentre l’economia giapponese continua ad aspettare che il proprio ciclo economico venga positivamente influenzato dalle misure previste dall’Abeconomics – e in particolare dalla politica di accomodamento (sia quantitativo che qualitativo) monetario – all’interno dell’Eurozona il rischio di deflazione appare ormai definitivamente scongiurato. Le ripetute dichiarazioni – rese da Draghi e dagli altri membri del Board of Governors della BCE, in merito alla necessità di

un accomodamento monetario anche all’interno dell’Eurozona – hanno sortito i loro effetti prima ancora che il QE venisse ufficialmente annunciato (Gennaio 2015) e (successivamente) varato (Marzo 2015). Tali dichiarazioni hanno infatti provocato un consistente deprezzamento del tasso di cambio dell’Euro nei confronti del dollaro, che ha contribuito non solo ad alimentare l’inflazione importata ma anche a ridare vigore alle esportazioni nette dell’Eurozona. Inoltre hanno avuto un impatto decisivo sulle aspettative di inflazione che stavano pericolosamente seguendo un trend di continua diminuzione. L’inflazione attesa a due anni – che era persino diventata negativa negli ultimi mesi del 2014 – è tornata in territorio positivo fin dallo scorso mese di dicembre. Analogo andamento ha caratterizzato le aspettative inflazionistiche a 5 anni – che sono l’indicatore tenuto costantemente sotto osservazione da parte della BCE.

L’economia reale – benché ancora distante dall’esprimere tassi di crescita vicini a quelli registrati prima dello scoppio della crisi – si è così orientata (in media) verso un lento miglioramento. Al rallentamento della Germania si è contrapposta la decisa accelerazione della Spagna che risulta tra le economie più dinamiche del Vecchio Continente, e l’uscita dalla fase recessiva dell’economia italiana. Nel complesso, pur in presenza di performances molto eterogenee tra le diverse aree, l’Eurozona dovrebbe raggiungere un tasso di crescita vicino all’1,5% in media d’anno (stando alle ultime previsioni realizzate dal Fondo Monetario Internazionale).

L’insieme di un lieve irrobustimento del ciclo unito alla ripresa delle aspettative di inflazione – sostenuta anche dalla ripresa delle quotazioni di alcune materie prime tra cui il petrolio – ha contribuito ad arrestare la tendenza verso la diminuzione dei tassi a lunga, che avevano raggiunto quotazioni storicamente minime. A

♦ A cura di Marco Lossani



metà dello scorso mese di aprile il rendimento del titolo di stato tedesco a dieci anni aveva toccato lo 0,05%; dopo poco più di un mese i tassi sui Bund raggiungevano l'1,0% – mentre quelli sui BTP superavano il 2%, con lo spread che si attestava attorno ai 130 punti base.

All'interno di questo scenario – su cui continua ad aleggiare lo spettro di un default greco che potrebbe addirittura innescare il tanto temuto *Grexit* – l'economia italiana ha iniziato a registrare dei segnali di ripresa. L'andamento positivo espresso da alcuni mesi da diverse grandezze *soft* (come gli indicatori di fiducia) è stato seguito negli ultimi tempi dal miglioramento di indicatori congiunturali di carattere *hard* – anche se non sempre continuo, come dimostrano i dati altalenanti di produzione industriale. Perché si possa parlare di vera e propria ripresa è quindi più che mai necessario che i primi segnali di inversione del ciclo si consolidino. Una condizione che richiede – tra le altre cose – una ripresa del mercato del credito, su cui attualmente gravano le conseguenze indotte dalla presenza di oltre 350 miliardi di crediti deteriorati all'interno del sistema bancario italiano. Allo studio di alcuni aspetti riguardanti le cause e le conseguenze della dei crediti deteriorati è dedicato l'intero numero di Osservatorio Monetario.

1. NPLs DELLE BANCHE EUROPEE: DETERMINANTI MACROECONOMICHE E DI IMPRESA*

Introduzione

La lunga crisi che dal 2007 ha interessato i sistemi finanziari e l'economia reale ha determinato, tra l'altro, un ingente ammontare di crediti deteriorati nei bilanci delle banche europee, ed in particolare italiane che alla fine del 2014 hanno raggiunto un livello pari a 350 miliardi di euro. Il fenomeno riguarda non solo l'entità delle esposizioni ed i relativi flussi, ma anche le cause che hanno determinato la presenza di tali ingenti ammontari immobilizzati nei bilanci delle banche. La primaria criticità legata ad un tale appesantimento dei bilanci bancari a causa dei crediti deteriorati risiede nelle maggiori difficoltà a disporre dei flussi necessari per l'erogazione di prestiti alla clientela. Sebbene una crescente letteratura indagli empiricamente le cause legate a fattori macroeconomici, e più recentemente alle caratteristiche delle banche, sorprende l'assenza di indagini in merito alle caratteristiche dei prenditori in relazione all'ammontare dei crediti deteriorati. In questo lavoro si intende pertanto analizzare l'impatto delle caratteristiche della clientela (ossia le imprese) sulla crescita del *non-performing loans ratio* delle banche europee, analizzando la relazione esistente tra i principali indicatori di bilancio delle imprese e la variazione dei *NPLs ratio* delle banche. Per quanto si conosce, infatti, non esiste uno studio che focalizzi l'impatto delle caratteristiche (e della qualità) del prenditore di fondi sui crediti deteriorati delle banche europee.

Il lavoro è organizzato come segue. Il paragrafo 2, dopo aver riassunto la questione della comparabilità tra paesi dei dati sui crediti

deteriorati, sintetizza le principali evidenze del confronto europeo e l'evoluzione della qualità del credito delle banche italiane. Il paragrafo 3 riporta una breve rassegna della letteratura sulle determinanti dei NPLs. Il paragrafo 4 descrive le variabili macroeconomiche e d'impresa considerate nell'analisi e presenta la metodologia utilizzata, mentre il paragrafo 5 illustra i dati. Il paragrafo 6 commenta i risultati delle stime e il 7 conclude.

1. Il caso italiano nel confronto europeo

Le due recessioni attraversate dall'economia italiana negli ultimi sette anni hanno causato un forte aumento dei crediti deteriorati, la cui incidenza è salita a livelli record. Nel lungo e articolato evolversi della crisi dal 2007 ad oggi, il deterioramento della qualità del credito ha interessato con varie intensità e modalità anche altri paesi europei. Tuttavia, nel confronto europeo, il sistema bancario italiano appare tra quelli maggiormente colpiti, con un'incidenza dei crediti deteriorati tra le più elevate.

Su questo punto occorre subito precisare che, in assenza di statistiche armonizzate sul fenomeno, il confronto europeo va condotto con cautela, essendo distorto dalle differenze di varia natura esistenti tra paesi (sulle principali differenze in tema definitorio si vedano Barisitz (2013) e PWC (2013)). Diversi sono i fattori che influenzano il livello e l'evoluzione dei crediti deteriorati, in primis il ciclo economico, le caratteristiche della clientela, le politiche creditizie delle banche e altri elementi di tipo *bank specific*. A questi si aggiungono fattori attinenti la regolamentazione e la supervisione, gli standard e le prassi contabili, la fiscalità, il sistema legale e l'efficienza del sistema giudiziario. Mentre le due ultime categorie di fattori hanno dimensione tipicamente nazionale, ciò che attiene la regolamentazione e le regole contabili a rigore dovrebbe presentare un

* A cura di Elena Beccalli, Elisa Coletti e Clarissa Simone.

elevato grado di armonizzazione a livello europeo. Tuttavia, almeno fino all'avvio della supervisione unica e all'adozione degli standard sulle *nonperforming exposures and forbearance* emanati dall'EBA, permanevano notevoli differenze nazionali anche in termini di impianto regolamentare e contabile e relative prassi con riferimento a: i) classificazione dei crediti tra in bonis e le varie categorie di crediti deteriorati; ii) rettifiche di valore; iii) trasparenza dell'informativa sui crediti deteriorati. In considerazione di ciò, col crescente deterioramento dei prestiti registrato negli anni recenti è emersa la difficoltà di comparare la qualità del credito tra sistemi bancari europei e, in alcune giurisdizioni, persino tra banche dello stesso paese.

Sugli aspetti attinenti alla sfera della supervisione e della regolamentazione bancaria, i più recenti sviluppi connessi da un lato all'avvio del *Single Supervisory Mechanism* a partire da novembre 2014 e dall'altro all'adozione dei *technical* standard dell'EBA vanno nella direzione di superare le peculiarità nazionali e migliorare la comparabilità dei dati. Tuttavia, le tempistiche di adozione degli standard EBA nel reporting armonizzato a livello europeo non consentono ancora di avere dati statistici omogenei sui crediti deteriorati. L'*Asset Quality Review* della BCE condotta nel 2014 ha visto l'applicazione di una versione semplificata degli standard EBA.

Sulla base delle definizioni e delle prassi prevalenti, il caso italiano si distingueva nel confronto europeo per: i) l'elevato grado di *disclosure* sui crediti deteriorati e l'armonizzazione delle definizioni tra banche grazie all'applicazione di disposizioni di informativa obbligatoria e definita in modo prescrittivo; ii) la coerenza tra informativa contabile e di vigilanza; iii) la segmentazione in categorie distinte per anomalia crescente del

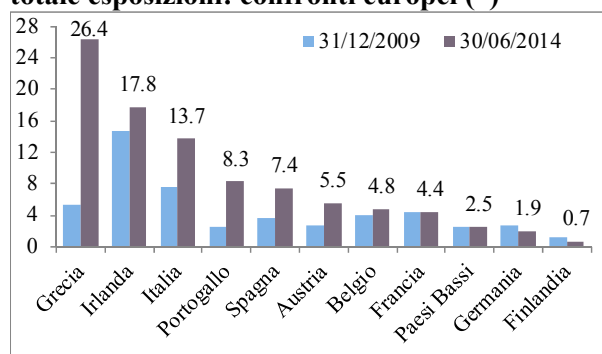
credito comprendente, tra l'altro, la classe dei crediti ristrutturati (spesso considerati in bonis in altre giurisdizioni); iv) l'approccio estensivo per prenditore (si pensi al concetto di sofferenza rettificata) piuttosto che per singola posizione in default; v) il reporting comprensivo delle esposizioni deteriorate garantite, diversamente dall'uso in altre giurisdizioni di considerare i crediti deteriorati al netto di quelli assistiti da garanzie.

L'elevata consistenza dei crediti deteriorati italiani, tuttavia, è determinata anche da fattori esogeni al settore bancario, legati alle caratteristiche del contesto strutturale nazionale e attinenti alla sfera fiscale, delle procedure di risoluzione delle crisi aziendali, del funzionamento del sistema giudiziario. In particolare, in Italia, lo stock di sofferenze risente della lentezza delle procedure di recupero dei crediti, che costringe le banche a mantenere in bilancio le esposizioni deteriorate più a lungo di altri paesi. Infatti, il rapporto tra lo stock di sofferenze e il totale dei prestiti dipende, oltre che dal tasso di ingresso in sofferenza, anche dal tasso di estinzione delle stesse (definito come rapporto tra sofferenze in uscita e quelle complessive)¹. Su quest'ultimo incidono i tempi di recupero dei crediti e delle procedure di insolvenza, molto più lunghi rispetto alla media UE. A parità di altre condizioni, ciò innalza il rapporto tra sofferenze e prestiti rispetto a quello delle giurisdizioni dove il recupero dei crediti è più rapido (Banca d'Italia, 2013). Di recente, il FMI ha focalizzato l'attenzione sulla lentezza del ritmo di cancellazione dei prestiti in Italia, evidenziandone le determinanti e le implicazioni negative e

¹ Tra il 2007 e il 2011 il tasso di estinzione delle sofferenze si è ridotto di 11 punti percentuali, da 27 a 16%, corrispondente a un allungamento dei tempi di estinzione da 4 a 6 anni. Il calo del tasso di estinzione delle sofferenze ha contribuito all'aumento della loro incidenza sul totale dei prestiti (Banca d'Italia, 2013).

suggerendo una strategia per lo sviluppo di un mercato dei NPLs in Italia (Jassaud et al., 2015). Come evidente dai dati degli ultimi anni, pur con le cautele suggerite dalla carenza di omogeneità, l'evoluzione del fenomeno appare molto diversificata tra i paesi europei, in relazione all'intensità delle fasi del ciclo e alle caratteristiche della clientela coinvolta, a prescindere dai fattori strutturali e istituzionali di cui si è detto sopra. Emerge in primo luogo una chiara segmentazione tra sistemi bancari che hanno sofferto un forte aumento dei crediti deteriorati e paesi dove il fenomeno è rimasto molto contenuto, senza mostrare particolari inasprimenti nel corso degli ultimi anni (FIG. 1).

FIG. 1 - Esposizioni deteriorate lorde in % del totale esposizioni: confronti europei (*)



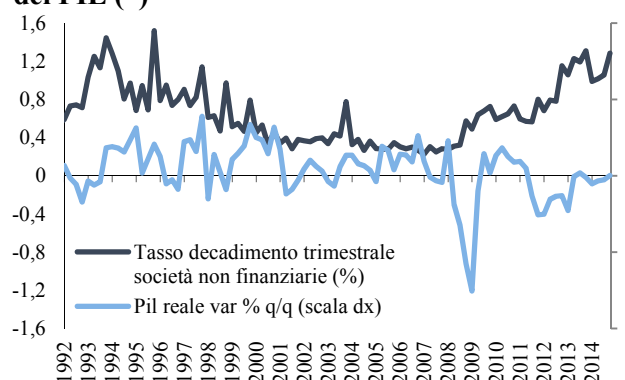
(*) L'indice è definito come: *Gross total doubtful and non-performing loans as a % of total debt instruments and total loans and advances*.

Fonte: BCE.

Considerando i paesi dell'area euro per i quali sono disponibili statistiche di sistema bancario, tra i più colpiti vi sono la Grecia, l'Irlanda, l'Italia e la Spagna, mentre non vi sono indicazioni di peggioramento in Francia, Paesi Bassi e Germania, che addirittura mostra un calo dell'incidenza dei crediti deteriorati. Inoltre, si osservano comportamenti differenziati anche nell'ambito dei paesi maggiormente colpiti dal decadimento della qualità del credito. In

particolare, nel caso della Spagna e dell'Irlanda, il fenomeno è emerso con la crisi del debito privato e del mercato immobiliare e ha interessato in misura significativa i mutui residenziali alle famiglie e il settore delle costruzioni. Ad esempio, in rapporto al totale delle esposizioni deteriorate, il peso di quelle *retail* riferite a *real estate* residenziale è del 41% in Irlanda, del 33% in Belgio, del 23% in UK, del 18% in Spagna, contro soltanto l'8,6% dell'Italia. Il caso italiano, determinato dalla recessione economica, ha visto una progressiva emersione di crediti deteriorati nel corso della lunga crisi e ha interessato in massima parte le imprese.

FIG. 2 - Evoluzione del tasso di decadimento dei prestiti a società non finanziarie italiane e del PIL (*)



(*) tasso di decadimento dei finanziamenti per cassa. Rapporto tra flusso delle "sofferenze rettificate" nel trimestre e consistenza dei prestiti non in "sofferenza rettificata". Dati riferiti a banche, finanziarie e altri enti segnalanti alla Centrale dei Rischi

Fonte: Banca d'Italia e Istat.

Come evidenziato dal grafico precedente, vi è una chiara correlazione negativa tra l'evoluzione nel tempo del tasso di ingresso in sofferenza delle imprese italiane e l'andamento del PIL. I livelli del tasso di default registrati in conseguenza della crisi attuale sono saliti fino a sfiorare i massimi storici raggiunti a seguito della recessione del 1992-93 (FIG. 2). Tuttavia, rispetto ad allora, la

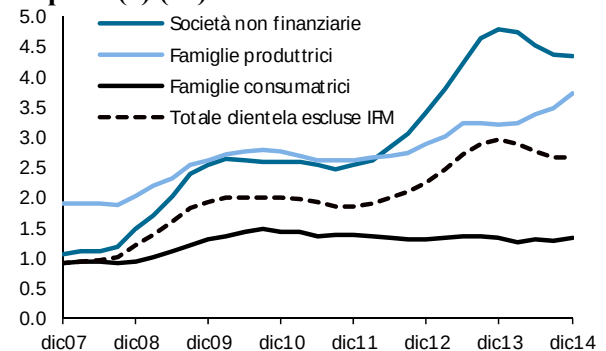
fase attuale risulta più lunga, col tasso di decadimento trimestrale delle società non finanziarie costantemente superiore, o al più allineato, alla soglia dell'1% per nove trimestri consecutivi da fine 2012 a fine 2014. Con la recessione del 1992-93, tale soglia era stata superata per sei trimestri consecutivi. Nel ciclo corrente, il picco del fenomeno sembra essere stato raggiunto nel 2013 ma anche nel 2014, dopo alcuni trimestri di apparente miglioramento, a fine esercizio il tasso di ingresso in sofferenza è tornato a sfiorare i massimi di un anno prima, sospinto dagli esiti dell'*asset quality review* della BCE e dall'insoddisfacente andamento dell'economia. La fase attuale si può quindi considerare come la più intensa nella storia degli ultimi 25 anni.

Come già accennato, il peggioramento della qualità del credito delle banche italiane è stato trainato dal notevole incremento dei prestiti deteriorati delle imprese. Diversamente, l'evoluzione del tasso di ingresso in sofferenza delle famiglie consumatrici non ha mostrato particolari criticità, nonostante il contesto occupazionale molto sfavorevole. La relativa resilienza delle famiglie italiane è stata favorita dal contenuto grado di indebitamento che le caratterizza e dal livello molto basso dei tassi di interesse, oltre che dalle iniziative delle banche a favore della sostenibilità del debito.

Il continuo e prolungato aumento del tasso di default ha alimentato la crescita dello stock di sofferenze che, per il totale del sistema bancario italiano, ha raggiunto il 10% dei prestiti, al lordo delle rettifiche di valore, un valore quadruplicato rispetto a quelli di fine 2008-inizio 2009 e ai massimi della serie storica disponibile da metà 1998. Il dato medio si declina in un valore prossimo al 17% per l'incidenza delle sofferenze delle società non-finanziarie e del 7% circa nel caso delle famiglie consumatrici, con un aumento

rispettivamente di quasi 14 punti percentuali e di 4,7 punti percentuali da fine 2008, quando l'incidenza delle sofferenze dei due settori era all'incirca uguale (3% per le società non finanziarie e 2,5% per le famiglie consumatrici). Da notare che, nell'ambito del settore produttivo, le sofferenze del settore delle costruzioni hanno superato un quarto del totale dei prestiti.

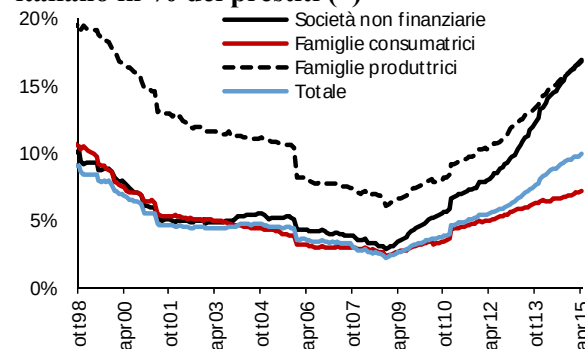
FIG. 3 - Tasso di decadimento annuale dei prestiti delle banche italiane, calcolato sugli importi (*) (%)



(*) Rapporto tra flusso delle "sofferenze rettifiche" nel trimestre e consistenza dei prestiti non in "sofferenza rettificata". I dati annuali sono calcolati come somma dei quattro trimestri terminanti con quello di riferimento.

Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

FIG. 4 - Sofferenze del settore bancario italiano in % dei prestiti (*)

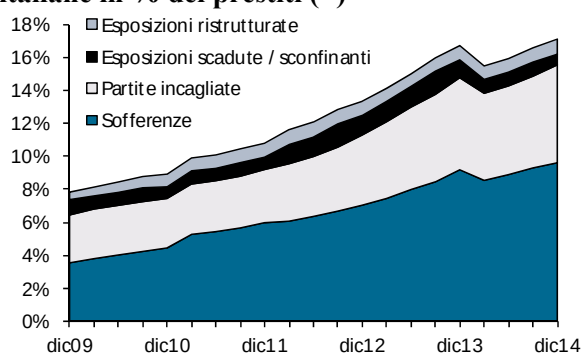


(*) L'evoluzione risente di numerose discontinuità nella serie storica. Tra queste, a gennaio 2011 le sofferenze sono state influenzate da operazioni societarie realizzate da alcuni gruppi bancari.

Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

Considerando tutte le patologie del credito, l'incidenza delle esposizioni deteriorate a fine 2014 ha superato il 17% a livello di sistema, e ha raggiunto addirittura il 26,5% nel caso delle società non-finanziarie. La rilevanza del fenomeno illustrata da queste cifre giustifica l'approfondimento svolto in questo lavoro sulle determinanti dei crediti deteriorati connesse alle caratteristiche della clientela imprese.

FIG. 5 - Esposizioni deteriorate delle banche italiane in % dei prestiti (^)



(^) Da inizio 2014 i dati includono la Cassa Depositi e Prestiti.

Fonte: Banca d'Italia e nostre elaborazioni

2. Rassegna dalla letteratura

La letteratura sulle determinanti dei *non-performing loans* si occupa in prevalenza dell'analisi di come le variabili macroeconomiche impattino sulla crescita dei NPLs (Saba et al. 2012, Jakubík e Reininger 2013, Beck et al. 2013), di queste ultime unite ad alcune variabili istituzionali (Tanaskovic e Jandrić 2015), nonché delle variabili macro unite ad alcune *bank-specific* (Louzis et al. 2010, Klein 2013, Messai e Jonini 2013, Makri et al. 2014). Tali studi, quindi, non considerano come la qualità del prestatore possa impattare sull'*asset quality* delle banche.

Con riferimento agli studi sulle sole variabili macroeconomiche, Saba et al. (2012) analizzano, nel contesto bancario statunitense, come gli indicatori macro impattino sull'andamento dei

NPLs. In particolare, essi utilizzano un orizzonte temporale di 25 anni (1984-2010) per effettuare una regressione OLS ed analizzare la relazione esistente tra il *NPLs ratio* e due variabili chiave macro (PIL reale pro-capite, tasso interbancario), insieme con il totale dei prestiti. Ciò che emerge è che, nel decidere le condizioni di concessione dei finanziamenti, le banche dovrebbero considerare essenzialmente l'andamento atteso del PIL pro-capite.

Lo studio condotto da Beck et al. (2013) si focalizza su un panel particolarmente ampio di paesi, 75, per tenere conto delle differenze esistenti tra le caratteristiche dei crediti deteriorati nei diversi contesti. In aggiunta a ciò, essi studiano anche i cambiamenti nel tempo di questa variabile (tra il 2000 e il 2010). La loro analisi si focalizza su un insieme di determinanti macroeconomiche con l'obiettivo di considerare l'impatto di una pluralità di elementi: esse spaziano dall'andamento dell'attività economica e dei tassi di interesse sui prestiti (determinanti standard dei NPLs) alla possibile esistenza di *currency mismatch* e all'andamento del mercato azionario di quel particolare paese. Essi utilizzano dapprima un modello di analisi panel statico e successivamente uno dinamico in modo tale da catturare la persistenza della crescita dei NPLs. Dai risultati emerge come il tasso di crescita del PIL reale costituisca la determinante più importante per l'andamento dei *non-performing loans*. Per i paesi con vulnerabilità specifiche, anche il deprezzamento del tasso di cambio può causare un aumento consistente dei NPLs, soprattutto laddove i paesi presentino un'elevata quota di passività denominate in valuta estera. Con riferimento ai prezzi azionari, invece, l'impatto negativo sull'*asset quality* è maggiore per le economie avanzate e con mercati finanziari particolarmente ampi.

Infine, lo studio di Jakubíc e Reininger (2013) rappresenta un'espansione dello studio precedente, utilizzando dati trimestrali e informazioni per alcuni aspetti più dettagliate in quanto precedentemente non disponibili. A differenza di Beck et al. (2013), Jakubíc e Reininger (2013) prendono in esame un orizzonte temporale più breve (2004-2012) ed un novero di paesi più limitato (nove stati dell'Europa centrale, orientale e sudorientale, scelti in quanto presentano dati comparabili e rappresentano una quota particolarmente ampia dell'esposizione creditizia delle banche austriache nella regione CESEE). Più ampio il set di variabili impiegato: che comprende anche quali *proxy* dell'attività economica generale, le esportazioni reali e la domanda reale domestica, nonché il VIX (per l'elevata influenza esercitata dall'ambiente internazionale su tali paesi) e, infine, l'indice obbligazionario globale dei mercati emergenti (EMBIG). Per quantificare il credito aggregato, invece, essi includono i prestiti denominati in valuta estera o indicizzati al tasso di cambio e li rapportano al prodotto interno lordo totale. I risultati confermano ancora una volta il ruolo principale giocato dal PIL, ma ad esso si aggiungono altre determinanti significative quali la domanda, sia domestica che estera, e il rapporto tra credito privato e PIL, che presenta anch'esso un impatto significativo.

Il lavoro di Tanaskovic e Jandrić (2015) aggiunge all'analisi delle determinanti, oltre alle variabili macro e finanziarie, anche alcune variabili istituzionali. L'analisi è effettuata su una selezione di paesi dell'area CEEC e SEE nel periodo che va dal 2006 al 2013. I risultati mostrano ancora una volta l'importanza del PIL e quindi dell'andamento dell'economia, insieme con la quota di debiti detenuta in valuta estera e il livello dei tassi di cambio, mostrando come nei paesi dove vengono contratti debiti

prevalentemente in valuta estera, i NPLs siano soggetti ad una crescita più sostenuta. L'aggiunta, invece, del tasso di inflazione appare statisticamente non significativa, nonostante ci si potrebbe aspettare che all'aumentare dell'inflazione, con il diminuire del valore reale del debito, risulti più semplice per i clienti adempiere alle proprie obbligazioni nei confronti della banca. Infine, tra le variabili istituzionali aggiunte al modello (la qualità dell'auditing, lo sviluppo del mercato finanziario e la validità del sistema bancario), l'unica che appare esercitare un impatto statisticamente significativo sulla crescita dei NPLs è il livello di sviluppo del mercato finanziario, fattore che al suo aumentare fa diminuire la quota di NPLs, per la possibilità di ricorso a fonti alternative di finanziamento.

Infine, con riferimento agli studi che guardano alle determinanti macro ed a quelle *bank-specific* dei NPLs, il primo in ordine cronologico è quello di Louzis et al. (2010) che analizza il caso greco, utilizzando un modello per dati panel dinamico. In tale studio si distinguono le determinanti dei NPLs in base alle tre tipologie di prestiti esistenti: al consumo, alle imprese e per l'acquisto di abitazioni. In generale, si dimostra come le determinanti più importanti siano il PIL, il tasso di disoccupazione ed i tassi di interesse sui prestiti, come variabili macro, e la qualità del management (misurata da indicatori di performance e di efficienza) come determinante *bank specific*. L'impatto esercitato, tuttavia, varia a seconda del tipo di prestito a cui la sofferenza si riferisce: in particolare, sembra che i NPLs relativi ai prestiti per l'acquisto di abitazioni siano quelli che reagiscono meno ai cambiamenti nelle condizioni macroeconomiche.

Lo studio successivo di Messai e Jouini (2013) analizza il caso di tre paesi che hanno sofferto di problemi finanziari particolarmente profondi, in seguito alla crisi americana dei mutui *subprime*

nel 2008 e cioè l'Italia, la Spagna e la Grecia. Insieme con le “classiche” variabili macroeconomiche, quelle *bank specific* aggiunte sono il ROA e la variazione dei prestiti e del fondo svalutazione crediti in rapporto al totale dei prestiti. Oltre al PIL, anche la redditività dell'attivo bancario e il rapporto tra il fondo svalutazione crediti e il totale dei prestiti risultano esercitare un impatto notevole sull'andamento dei NPLs.

Anche lo studio di Klein (2013) si focalizza su un'analisi simile, questa volta condotta per i paesi appartenenti all'area CESEE. Anche tale lavoro mostra l'importanza delle variabili macro e delle variabili *bank specific*, seppure queste ultime presentino un minor potere esplicativo. Tuttavia ciò che appare più interessante tra i risultati emersi dal suo studio è una relazione biunivoca tra il sistema bancario e l'economia reale: non solo gli andamenti macroeconomici comportano un aumento dei NPLs e quindi una maggiore fragilità del sistema bancario, ma quest'ultima comporta anche una più difficoltosa ripresa dell'economia reale.

Infine, lo studio di Makri et al. (2014) si estende al sistema bancario dell'Eurozona per il periodo 2000-2008, quindi appena prima l'inizio della recessione, permettendo di comprendere quali siano le determinanti strutturali, e non dipendenti dal ciclo, dei NPLs. Ancora una volta, utilizzando un modello panel dinamico, la relazione tra le variabili macro e le variabili micro *bank specific* e i NPLs appare significativa. In particolare, tale studio considera il *capital ratio* e il *ROE* del settore bancario, considerato in aggregato, e entrambe le variabili presentano coefficienti negativi e statisticamente significativi.

Con riferimento al caso italiano, l'analisi delle determinanti macroeconomiche della qualità degli attivi bancari, svolta adottando come misura il tasso di ingresso in sofferenza e distinguendo tra

imprese e famiglie, ha evidenziato un numero limitato di variabili esplicative, principalmente connesse con le condizioni generali dell'economia, il costo dei finanziamenti e il grado di indebitamento (Bofondi e Ropele 2011). In particolare, i risultati del lavoro condotto da Bofondi e Ropele su dati dal primo trimestre 1990 al secondo 2010 mostrano che il tasso di ingresso in sofferenza delle famiglie si muove in relazione inversa col tasso di crescita del PIL e dei prezzi immobiliari, e in relazione diretta col tasso di disoccupazione e il tasso di interesse a breve termine. Nel caso delle imprese, il tasso di decadimento aumenta con l'aumento del tasso di disoccupazione e del rapporto tra oneri da interessi e risultato operativo lordo, mentre diminuisce con l'aumento dei consumi durevoli, che però hanno un contributo limitato.

Uno studio più recente di Bonaccorsi di Patti et. al. (2015), sulla base di un ampio campione di micro dati d'impresa, evidenzia il ruolo della struttura finanziaria delle imprese nell'amplificare gli shock macroeconomici. Non solo le imprese con più alto leverage hanno maggiori tassi di default (definito sulla base dell'entrata nello stato di sofferenza) ma anche la loro vulnerabilità ad un calo delle vendite è maggiore di quella delle imprese con leverage più basso, nel senso che per le prime l'aumento della probabilità di entrare in sofferenza è più marcato.

Il presente lavoro integra la letteratura esistente focalizzando l'attenzione non solo sulle variabili macroeconomiche ma anche sulle variabili *business specific*. In questo studio si vuole infatti analizzare l'impatto delle caratteristiche della clientela (in questo caso le imprese) sulla crescita del *NPLs ratio*. Per quanto si conosce, infatti, non esiste uno studio in merito alla qualità del prestatore di fondi che sia focalizzato sul contesto europeo e che analizzi la relazione esistente tra i

principali indicatori di bilancio delle imprese e la variazione dei NPLs delle banche.

3. Metodologia

La metodologia principale impiegata nello studio delle determinanti dei *non-performing loans* fa riferimento alle analisi di dati panel con l'obiettivo di quantificare quale sia stato l'impatto sulla crescita della quota di esposizioni deteriorate sul totale delle esposizioni creditizie, esercitato dalle variabili macroeconomiche e da quelle microeconomiche, con riferimento per queste ultime a quelle relative alle imprese quotate del singolo paese analizzato.

3.1 - Definizione delle variabili

Prima di specificare le analisi panel condotte, è opportuno descrivere brevemente le variabili selezionate ed utilizzate nei modelli, evidenziando da subito che la scelta è stata di includere sia variabili macroeconomiche, come fatto in studi precedenti, sia variabili microeconomiche a livello di impresa, variabili fino ad ora non considerate.

La TAB. 1 identifica il set di variabili impiegate. La selezione delle variabili macroeconomiche è stata effettuata sulla base di alcuni lavori precedenti (Beck, Jakubik e Piloju 2013; Louzis, Vouldis e Metaxas 2010), volti ad indagare l'impatto esercitato dalle variabili macroeconomiche sulla crescita dei NPLs. La scelta dell'inclusione delle variabili microeconomiche a livello di impresa (e non di banca, come fatto in studi precedenti) è stata dettata dall'intenzione di individuare il legame tra le caratteristiche del prenditore (l'impresa) e del prestatore (la banca).

Innanzitutto, *non-performing loans* (NPLs), disponibile sul sito della Banca Centrale Europea per i paesi europei, è calcolata come il rapporto tra il totale delle esposizioni deteriorate lorde e il totale delle esposizioni creditizie lorde. Per ovviare al problema della differente definizione

dei NPLs nei diversi paesi considerati, che vede in particolare penalizzata l'Italia, si è scelto di utilizzare come variabile dipendente la differenza logaritmica tra il tempo t e il tempo $t-1$ ($\Delta NPLs$).

TAB. 1 - Definizione delle variabili usate nel modello

	<i>Variabili</i>	<i>Proxy</i>	<i>Fonte</i>
Dipendente	$\Delta NPLs$	$\Delta \ln(\text{Totale esposizioni deteriorate lorde} / \text{Totale esposizioni creditizie lorde})$	BCE
Macroeconomiche	Δgdp	$\Delta \ln(\text{PIL reale})$	Eurostat
	int	Tasso medio sui prestiti erogati dalle banche	BCE
	unempl	Tasso di disoccupazione	Eurostat
	$\Delta price$	$\Delta \ln(\text{quotazioni indici di mercato})$	Datastream
	int	$\Delta \ln(\text{tasso medio sui prestiti erogati dalle banche})$	BCE
	unempl	$\Delta \ln(\text{tasso di disoccupazione})$	Eurostat
Microeconomiche	lev	Totale debiti / Totale equity	Worldscope
	Δlev	$\Delta \ln(\text{Totale debiti} / \text{Totale equity})$	Worldscope
	ROA	EBIT/Totale attivo	Worldscope
	ΔROA	$\Delta \ln(\text{EBIT} / \text{Totale attivo})$	Worldscope
	$\Delta imm / TA$	$\Delta \ln(\text{Immobilizzazioni nette} / \text{Totale attivo})$	Worldscope
	$\Delta int / EBITDA$	$\Delta \ln(\text{Oneri finanziari} / \text{EBITDA})$	Worldscope
	CCN/TA	Capitale circolante netto / Totale attivo	Worldscope

Con riferimento alle variabili macroeconomiche, la selezione delle variabili è atta a considerare alcuni specifici fenomeni e come questi impattino sulla variazione del *NPLs ratio*. In particolare, il tasso di crescita del prodotto interno lordo (Δgdp) è utilizzato come *proxy* della crescita di un paese. In questo caso, quindi, il segno atteso del coefficiente è negativo (come ampiamente riscontrato in letteratura)².

Per quanto concerne il tasso di interesse medio praticato sui prestiti erogati dalle banche (*int*), esso vuole catturare come il costo del capitale possa esercitare un impatto sulla capacità del prestatore di fondi di adempiere all'obbligazione nei confronti della banca. Il segno atteso da tale coefficiente è quindi positivo³.

Per quanto attiene al tasso di disoccupazione (*unempl*), la lettura della variabile può essere duplice: da un lato, uno dei primi segnali che indicano l'entrata in sofferenza di un'impresa è la riduzione del personale, comportando un aumento del tasso di disoccupazione nel breve periodo, fenomeno che diventa di lungo periodo quando ad entrare in sofferenza è l'intera economia del paese; dall'altro lato, i soggetti inoccupati presentano notevoli difficoltà ad adempiere alle loro obbligazioni nei confronti della banca. Entrambi i canali agiscono comportando un aumento del *NPLs ratio* e quindi il segno atteso del coefficiente relativo al tasso di disoccupazione è positivo⁴.

Infine, tra le variabili macro, si è scelto di utilizzare la variazione nell'indice di mercato

azionario ($\Delta price$) per quantificare l'impatto esercitato dall'andamento del mercato finanziario del paese. La connessione tra i due fenomeni risulta essere indiretta ed in particolare potrebbe agire tramite due differenti canali: da un lato, una diminuzione delle quotazioni di mercato potrebbe suggerire la presenza di un possibile deterioramento delle condizioni finanziarie generali producendo come conseguenza una maggiore difficoltà delle imprese a ripagare il debito; dall'altro lato, i prezzi azionari risultano positivamente correlati con quelli delle abitazioni, una diminuzione dei primi, quindi, si associa ad una riduzione dei secondi, facendo calare il valore del collaterale nel caso di mutui ipotecari e deteriorando la qualità del debito. Ultimo aspetto riguarda la correlazione tra le azioni e gli altri *asset* rischiosi, utilizzabili come collaterale per i prestiti, una loro caduta potrebbe ancora una volta inficiare la qualità del prestito⁵. Il segno atteso è, di conseguenza, negativo⁶.

Le variabili microeconomiche scelte, invece, sono mirate ad analizzare l'impatto della qualità del prestatore di fondi sulla quota di prestiti deteriorati. In particolare viene analizzato l'impatto dell'indice di leva finanziaria dell'impresa (*lev*) che vuole catturare la quota di debiti totali sul totale dell'*equity* dell'impresa: esso rappresenta una misura dell'indebitamento dell'azienda e si ipotizza che per valori di indebitamento maggiori, espressione di una maggiore rischiosità dell'azienda, cresca anche la quota di *NPLs* sul totale delle esposizioni creditizie della banca, quindi che il segno del coefficiente ad esso relativo sia positivo. Inoltre, viene analizzato l'impatto delle variazioni nell'indice di leva finanziaria dell'impresa (Δlev),

² Si vedano: Louzis et al. (2010), Saba et al. (2012), Beck et al. (2013), Klein (2013), Jakubík e Reininger (2013), Messai e Jonini (2013), Makri et al. (2014), Tanaskovic e Jandrić (2015).

³ Si vedano, a tal proposito: Louzis et al. (2010), Beck et al. (2013), Jakubík e Reininger (2013), Messai e Jonini (2013).

⁴ Come è possibile verificare anche dalla letteratura esistente: Louzis et al. (2010), Klein (2013), Messai e Jonini (2013), Makri e altri (2014).

⁵ Come descritto da Beck et al. (2013)

⁶ Come mostrato anche dagli studi in letteratura che hanno incluso tale variabile: Beck et al. (2013), Jakubík e Reininger (2013).

in tal caso si ipotizza che all'aumentare della leva nel tempo, cresca anche la quota di NPLs sul totale delle esposizioni creditizie, quindi che il segno del coefficiente ad esso relativo sia positivo.

In secondo luogo si vuole misurare l'impatto della variazione nella redditività dell'impresa approssimata dal *Return on Assets* (ΔROA). Si ipotizza che quanto più un'impresa è in grado di aumentare la sua redditività operativa tanto più sarà in grado di adempiere alle sue obbligazioni nei confronti della banca e quindi tanto inferiore sarà il *NPLs ratio*: il segno atteso del coefficiente è quindi negativo.

In terzo luogo si vuole analizzare l'impatto esercitato dalla capacità dell'impresa di effettuare nuovi investimenti di lungo periodo approssimati dal totale delle immobilizzazioni ($\Delta imm/TA$). Si ritiene che quanto più un'impresa realizzi nuovi investimenti in immobilizzazioni, tanto maggiore sarà la sua capacità di generare profitto così poi da ottemperare alle proprie obbligazioni. Ciò implica che il segno atteso per tale coefficiente sia ancora una volta negativo.

Altro fattore che si vuole tenere in considerazione è la capacità dell'impresa di coprire i propri esborsi legati all'esistenza di oneri finanziari ($\Delta int/EBITDA$). Questo vuole quantificare l'impatto che gli interessi esercitano sul profitto dell'impresa: si ipotizza che tanto più un'impresa è in grado di coprire le proprie spese relative agli oneri finanziari, tanto maggiore sarà la sua probabilità di adempiere alle proprie obbligazioni nei confronti della banca. Il segno atteso del coefficiente è quindi positivo.

Infine, si è scelto di valutare l'equilibrio finanziario dell'impresa nel breve termine (CCN/TA). In questo caso si vuole considerare la capacità dell'impresa di effettuare un corretto *maturity matching*: tanto più l'impresa è in equilibrio tanto più sarà in grado di far fronte alle

proprie obbligazioni, tanto minore sarà la probabilità di non restituire il prestito. Ancora una volta, il segno atteso è negativo.

3.2 - La metodologia impiegata

Il primo modello impiegato per effettuare l'analisi è quello dei *Random Effects* con errori robusti, che studia la relazione esistente tra i regressori e la variabile dipendente attraverso un'interazione matriciale ed assume che le differenze *country-specific* impattino casualmente sulla variabile dipendente e siano incorrelate con le altre variabili indipendenti incluse nel modello. La scelta del modello è stata avvalorata dall'esito ottenuto dal Test di Hausman per il confronto tra l'utilizzo dei *Fixed Effects* e dei *Random Effects*: il test infatti ha portato all'accettazione dell'ipotesi nulla di preferenza del secondo modello per spiegare il *NPLs ratio* e l'assenza di correlazione tra gli errori ed i regressori. Inoltre tale scelta è coerente con l'ipotesi di esistenza di differenze tra paesi, non spiegate nel modello, che possono avere una qualche influenza sulla variabile dipendente.

Prendendo a riferimento le variabili proposte nella TAB.1, distinguendo tra determinanti macro e determinanti microeconomiche, si stimano rispettivamente i modelli di regressione (1) e (2):

$$\Delta NPLs_{it} = \beta_1 \Delta gdp_{it} + \beta_2 int_{it} + \beta_3 unempl_{it} + \beta_4 \Delta price_{it} + \alpha + u_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (1)$$

$$\Delta NPLs_{it} = \beta_1 lev_{it} + \beta_2 \Delta lev_{it} + \beta_3 \Delta ROA_{it} + \beta_4 \Delta imm/TA_{it} + \beta_5 \Delta int/EBITDA_{it} + \beta_6 CCN/TA_{it} + \alpha + u_{it} + \varepsilon_{it}, \quad (2)$$

dove i rappresenta il paese, t l'anno considerato, α l'intercetta, u_{it} il termine di errore *between* e ε_{it} il termine di errore *within*.

Per testare la robustezza dei risultati ottenuti, catturando la persistenza della crescita dei NPLs, si è scelto di effettuare la stima anche tramite un

modello per dati panel dinamico: il *Generalized Method of Moments (GMM)*. Tale metodo permette di ottenere una stima particolarmente accurata tramite un numero di ipotesi notevolmente inferiore a quelle richieste dal *Random Effects*. L'obiettivo risulta comunque identico e cioè quantificare l'influenza esercitata dalle singole variabili considerate sul rapporto tra esposizioni deteriorate e il totale delle esposizioni creditizie, in questo caso tuttavia la stima viene effettuata attraverso la minimizzazione una norma generalizzata delle condizioni sui momenti. Nel modello relativo alle variabili macroeconomiche cinque sono i *set* di strumenti impiegati: ΔGDP con 1 e 2 *lag* (modello 1), $\Delta NPLs$ e Δgdp con 1 *lag* (modello 2), $\Delta NPLs$, Δgdp , Δint con 1 *lag* (modello 3), $\Delta NPLs$, Δgdp , Δint , $\Delta price$ con 1 *lag* (modello 4) ed infine $\Delta NPLs$, Δgdp , $\Delta volumes$ con 1 *lag* (modello 5) dove $\Delta volumes$ rappresenta i volumi di negoziazione annuali degli indici di mercato impiegati nell'analisi. Nel modello relativo alle variabili microeconomiche tre sono i *set* di strumenti impiegati: *leva* con 1 e 2 *lag* (modello 1), *leva* e *ROA* con 1 *lag* (modello 2) e *leva* e *NPLs* con 1 e 2 *lag* (modello 3). Si è poi effettuato un Hansen test per testare l'esistenza di una sola soluzione ottenuta dalla minimizzazione della distanza tra le condizioni dei momenti e lo zero, nonché la bontà del modello e l'appropriatezza degli stimatori e degli strumenti impiegati in base alle informazioni contenute nei dati.

Infine, tenendo conto congiuntamente le determinanti macro e micro-economiche, si stima il modello di regressione (3):

$$\begin{aligned} \Delta NPLs_{it} = & \beta_1 \Delta gdp_{it} + \beta_2 int_{it} + \beta_3 unempl_{it} + \\ & \beta_4 \Delta price_{it} + \beta_5 lev_{it} + \beta_6 \Delta lev_{it} + \\ & \beta_7 \Delta ROA_{it} + \beta_8 \Delta imm/TA_{it} + \\ & \beta_9 \Delta int/EBITDA_{it} + \beta_{10} CCN/TA_{it} + \alpha + \\ & u_{it} + \varepsilon_{it}, (3) \end{aligned}$$

Da ultimo, si è inteso testare se le differenze esistenti tra i paesi analizzati, distinti tra *core* (Francia, Germania, Paesi Bassi e Belgio) e *non-core* o periferici (Italia, Spagna, Portogallo), possano aver esercitato un impatto sulla variazione del *NPLs ratio*. A tal fine, si sono stimati due modelli di regressione distinti per paesi *core* e *non-core*, per variabili macro e micro, e si è altresì condotto il Chow test, al fine di verificare l'uguaglianza dei coefficienti calcolati nelle regressioni su due differenti *set* di dati.

4. Dati e campione delle imprese

L'analisi riguarda il fenomeno delle determinanti dei *non-performing loans* tra il 2008 e il 2013 per sette paesi europei (Belgio, Francia, Germania, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Portogallo). I dati sui *non-performing loans* sono di fonte BCE e sono tratti dalle statistiche consolidate sui sistemi bancari dei paesi dell'UE. I dati macroeconomici (*PIL reale*, tasso di disoccupazione e tasso medio di interesse sui prestiti erogati dalle banche) sono stati ricavati da fonti ufficiali (quali Eurostat e BCE) e sono calcolati come valori medi dell'anno considerato. Il $\Delta price$ è calcolato come differenza logaritmica tra le quotazioni di mercato degli indici azionari, che sono state desunte dalla banca dati Datastream. Infine, i dati microeconomici relativi ai bilanci delle imprese quotate dei singoli paesi sono stati desunti dalla banca dati Worldscope e, dal momento che si è optato per l'utilizzo di un campione aperto, sono stati utilizzati i dati mediani relativi ai singoli indicatori. Nella TAB. 2 si presenta la numerosità delle imprese utilizzate per le stime dei valori mediani per ogni paese incluso nell'analisi.

Come si può notare da tale tabella, la numerosità non varia particolarmente da un anno all'altro, tranne che per alcune eccezioni quali la Francia e la Germania dove però il numero di imprese considerate è significativamente più elevato e

quindi permette una differenza in termini percentuali meno marcata.

TAB. 2 - Numero di imprese impiegate nelle stime delle variabili microeconomiche

	Numero imprese					
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Italia	193	197	196	196	189	188
Francia	548	536	537	541	519	515
Germania	494	488	474	463	433	429
Spagna	92	89	93	96	94	95
Paesi Bassi	110	113	108	108	103	103
Portogallo	45	45	44	43	43	44
Belgio	90	88	83	83	82	82

Nelle tabelle 3, 4 e 5 si presentano le principali statistiche descrittive rispettivamente della variabile dipendente, delle variabili macro e delle variabili microeconomiche impiegate nel modello *cross-time*, nella 6 le differenze tra i valori medi *cross-country*, mentre in appendice sono disponibili le tabelle relative alle correlazioni tra le variabili.

TAB. 3 - Statistiche descrittive NPLs *cross-time*

Paese	Media	Dev.	Min	Max
NPLs Italia	0.0904	0.0278	0.0497	0.1292
Francia	0.0428	0.0059	0.0311	0.0464
Germania	0.0203	0.0043	0.0161	0.0272
Spagna	0.0498	0.0195	0.0256	0.0791
Paesi Bassi	0.0243	0.0031	0.0187	0.0273
Portogallo	0.0468	0.0247	0.0165	0.0779
Belgio	0.0441	0.0059	0.0394	0.0527
ANPLs Italia	0.1803	0.1149	0.1085	0.4116
Francia	0.0975	0.1318	-0.0310	0.3245
Germania	-0.0092	0.2779	-0.3905	0.3643
Spagna	0.2253	0.0797	0.1283	0.3485
Paesi Bassi	0.0756	0.1606	-0.1134	0.3284
Portogallo	0.3061	0.1166	0.1011	0.4165
Belgio	0.0585	0.0826	-0.0388	0.1897

Guardando la TAB. 3, con riferimento ai *non-performing loan ratio* (ivi indicati in breve *NPLs* e espressi sia in termini di livello sia in termini di variazione, configurazione quest'ultima usata come variabile dipendente nel modello), si nota come il *NPLs ratio* dell'Italia sia notevolmente più elevato rispetto a quello degli altri paesi considerati nel modello, questo può essere in parte dovuto alle differenze di definizione dei *non-performing loans* evidenziate all'inizio di questo capitolo, considerando soprattutto che paesi "simili" all'Italia, come la Spagna e il Portogallo, presentano rapporti decisamente più contenuti di quello italiano, seppur lievemente più elevati di quelli francese e belga e decisamente più elevati di quelli tedesco e olandese. Inoltre è interessante sottolineare come, mentre per tutti gli altri paesi, anche se con tassi decisamente differenti, il *NPLs ratio* è mediamente aumentato dal 2008 al 2013, per la Germania è diminuito di quasi l'1% medio annuo e, mentre per i paesi "core" il tasso di crescita è ad una sola cifra, per Italia, Spagna e Portogallo l'aumento di tale rapporto è a due cifre, a conferma di quanto prima sottolineato.

Dalla TAB. 4 relativa alle variabili macro emergono ancora una volta notevoli differenze quando si distinguono i paesi "core" da quelli periferici: il tasso di crescita del PIL registra i valori più bassi (e negativi) per Italia, Portogallo e Spagna, a fronte dei più alti (e positivi) valori di Francia, Germania e Belgio. Il tasso di interesse medio soprattutto portoghese ed italiano supera di almeno 50 punti base quello di Francia, Germania, Belgio e Paesi Bassi, con picchi di spread di 268 punti base; il tasso di disoccupazione oscilla tra il 4.5% olandese ed il 20.2% spagnolo, con tassi di variazione che vanno dal minimo di -8.6% in Germania al massimo di 19.3% in Spagna.

Infine, anche con riferimento ai prezzi di mercato, si nota come quelli della Germania siano stati gli unici ad essere mediamente cresciuti nel periodo

temporale considerato, mentre quelli di Italia, Spagna e Portogallo siano quelli che sono scesi maggiormente.

TAB. 4 - Statistiche descrittive variabili macro cross-time

<i>Variabili macro Paese</i>	<i>Media</i>	<i>Dev. Std.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>Agdp Italia</i>	-0.0149	0.0259	-0.0564	0.0170
<i>Francia</i>	0.0031	0.0182	-0.0299	0.0206
<i>Germania</i>	0.0054	0.0351	-0.0580	0.0401
<i>Spagna</i>	-0.0108	0.0166	-0.0364	0.0111
<i>Paesi Bassi</i>	-0.0015	0.0211	-0.0335	0.0206
<i>Portogallo</i>	-0.0142	0.0217	-0.0411	0.0188
<i>Belgio</i>	0.0046	0.0176	-0.0265	0.0247
<i>int Italia</i>	0.0405	0.0104	0.0294	0.0599
<i>Francia</i>	0.0308	0.0114	0.0217	0.0533
<i>Germania</i>	0.0355	0.0112	0.0251	0.0570
<i>Spagna</i>	0.0372	0.0100	0.0281	0.0562
<i>Paesi Bassi</i>	0.0314	0.0112	0.0236	0.0534
<i>Portogallo</i>	0.0565	0.0086	0.0452	0.0668
<i>Belgio</i>	0.0297	0.0123	0.0227	0.0544
<i>unempl Italia</i>	0.0903	0.0203	0.0670	0.1220
<i>Francia</i>	0.0912	0.0090	0.0740	0.0990
<i>Germania</i>	0.0647	0.0113	0.0520	0.0780
<i>Spagna</i>	0.2023	0.0533	0.1130	0.2610
<i>Paesi Bassi</i>	0.0452	0.0138	0.0280	0.0670
<i>Portogallo</i>	0.1223	0.0345	0.0770	0.1640
<i>Belgio</i>	0.0773	0.0057	0.0700	0.0840
<i>Aprice Italia</i>	-0.1182	0.3313	-0.6837	0.1779
<i>Francia</i>	-0.0446	0.2903	-0.5565	0.2015
<i>Germania</i>	0.0282	0.3074	-0.5171	0.2551
<i>Spagna</i>	-0.0710	0.2777	-0.5014	0.2611
<i>Paesi Bassi</i>	-0.0416	0.3707	-0.7406	0.3100
<i>Portogallo</i>	-0.1143	0.3637	-0.7194	0.2887
<i>Belgio</i>	-0.0575	0.3883	-0.7713	0.2745
<i>Δint Italia</i>	-0.0530	0.2705	-0.5223	0.2296
<i>Francia</i>	-0.1377	0.2775	-0.6052	0.2085
<i>Germania</i>	-0.1311	0.1998	-0.4678	0.1048
<i>Spagna</i>	-0.0612	0.2997	-0.6180	0.2757
<i>Paesi Bassi</i>	-0.1294	0.2653	-0.5974	0.1783
<i>Portogallo</i>	-0.0115	0.2134	-0.3420	0.2962
<i>Belgio</i>	-0.1357	0.3250	-0.7315	0.2228
<i>Δunempl Italia</i>	0.1155	0.0814	0.0000	0.2420
<i>Francia</i>	0.0355	0.0959	-0.0780	0.2068
<i>Germania</i>	-0.0858	0.0845	0.2022	0.0392
<i>Spagna</i>	0.1930	0.1624	0.0511	0.4600
<i>Paesi Bassi</i>	0.1232	0.1632	-0.1335	0.2803
<i>Portogallo</i>	0.1176	0.1046	-0.0506	0.2205
<i>Belgio</i>	0.0189	0.1028	-0.1422	0.1210

Anche le variabili microeconomiche, riportate nella TAB. 5, mostrano differenze sostanziali tra le imprese dei diversi paesi. Innanzitutto si nota come l'indice di leva finanziaria per Italia, Spagna e Portogallo sia mediamente molto più elevato, soprattutto per quest'ultimo paese, rispetto a quelli di Germania, Francia, Paesi Bassi e Belgio, indicando un maggior livello di indebitamento delle imprese di questi paesi e quindi una maggiore fragilità. È interessante tuttavia notare come le imprese dei paesi considerati stiano comunque tentando di diminuire tale rapporto o comunque stiano mantenendo un tasso di crescita particolarmente basso. Con riferimento all'indice di redditività, pur essendo più basso per i tre paesi più fragili, esso presenta per tutti i paesi un andamento mediamente decrescente nel tempo, rispecchiando il calo sofferto dalle imprese in seguito alla crisi.

È mediamente diminuito nei paesi considerati anche il livello di investimento (definito come rapporto tra immobilizzazioni e totale attivo), tranne che nei Paesi Bassi e Francia dove continua a crescere ad un tasso medio del 5.9%. Diminuisce infine in quasi tutti i paesi il rapporto tra oneri finanziari e EBITDA, denotando una minore incidenza negativa di questi costi, mentre continua a crescere per le imprese spagnole e portoghesi.

TAB. 5 - Statistiche descrittive variabili micro cross-time

<i>Variabili</i>	<i>Paese</i>	<i>Media</i>	<i>Dev.</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
<i>lev</i>	<i>Italia</i>	0.8093	0.0873	0.7095	0.9202
	<i>Francia</i>	0.4076	0.0430	0.3590	0.4709
	<i>Germania</i>	0.3098	0.0390	0.2709	0.3712
	<i>Spagna</i>	0.8803	0.0533	0.8086	0.9316
	<i>Paesi Bassi</i>	0.5434	0.0570	0.4975	0.6491
	<i>Portogallo</i>	1.7004	0.1539	1.4609	1.8709
	<i>Belgio</i>	0.5520	0.0773	0.4808	0.7016
<i>Alev</i>	<i>Italia</i>	-0.0110	0.1179	-0.1353	0.1938
	<i>Francia</i>	-0.0079	0.1021	-0.1199	0.1443
	<i>Germania</i>	-0.0267	0.1045	-0.1122	0.1551
	<i>Spagna</i>	0.0125	0.1163	-0.1102	0.1686
	<i>Paesi Bassi</i>	0.0064	0.1584	-0.2602	0.2206
	<i>Portogallo</i>	0.0130	0.1408	-0.2393	0.1767
	<i>Belgio</i>	-0.0092	0.1899	-0.2575	0.3226
<i>ROA</i>	<i>Italia</i>	0.0379	0.0075	0.0307	0.0515
	<i>Francia</i>	0.0449	0.0065	0.0337	0.0520
	<i>Germania</i>	0.0576	0.0108	0.0378	0.0684
	<i>Spagna</i>	0.0441	0.0097	0.0346	0.0611
	<i>Paesi Bassi</i>	0.0566	0.0109	0.0396	0.0728
	<i>Portogallo</i>	0.0397	0.0062	0.0312	0.0463
	<i>Belgio</i>	0.0494	0.0099	0.0342	0.0654
<i>ARO A</i>	<i>Italia</i>	-0.1292	0.1825	-0.3873	0.1389
	<i>Francia</i>	-0.0778	0.2848	-0.3828	0.4326
	<i>Germania</i>	-0.0283	0.3043	-0.3624	0.5089
	<i>Spagna</i>	-0.1358	0.2490	-0.5075	0.2118
	<i>Paesi Bassi</i>	-0.0600	0.3911	-0.4268	0.6074
	<i>Portogallo</i>	-0.0652	0.3999	-0.7193	0.3944
	<i>Belgio</i>	-0.1164	0.2318	-0.3189	0.2570
<i>Aimm/TA</i>	<i>Italia</i>	-0.0023	0.0723	-0.1136	0.0919
	<i>Francia</i>	0.0144	0.0412	-0.0509	0.0607
	<i>Germania</i>	-0.0035	0.1003	-0.1686	0.0738
	<i>Spagna</i>	-0.0148	0.0609	-0.0862	0.0629
	<i>Paesi Bassi</i>	0.0594	0.1171	-0.0570	0.2848
	<i>Portogallo</i>	-0.0397	0.0884	-0.1497	0.0688
	<i>Belgio</i>	-0.0179	0.1116	-0.1501	0.1434
<i>Aint/EBITDA</i>	<i>Italia</i>	-0.0155	0.2234	-0.3102	0.2269
	<i>Francia</i>	-0.0571	0.2025	-0.3604	0.2213
	<i>Germania</i>	-0.0568	0.1638	-0.2978	0.1412
	<i>Spagna</i>	0.0050	0.2792	-0.5184	0.2576
	<i>Paesi Bassi</i>	-0.0061	0.1886	-0.3506	0.1820
	<i>Portogallo</i>	0.0202	0.3462	-0.3200	0.5373
	<i>Belgio</i>	-0.0559	0.1528	-0.2310	0.1658
<i>CCN/TA</i>	<i>Italia</i>	0,0645	0,0128	0,0497	0,0793
	<i>Francia</i>	0,1495	0,0054	0,1420	0,1562
	<i>Germania</i>	0,2083	0,0131	0,1919	0,2311
	<i>Spagna</i>	0,0411	0,0109	0,0268	0,0564
	<i>Paesi Bassi</i>	0,0866	0,0136	0,0610	0,0969
	<i>Portogallo</i>	-0,0437	0,0179	-0,0701	-0,0267
	<i>Belgio</i>	0,1105	0,0168	0,0851	0,1343

Tranne che per il Portogallo, mediamente le imprese europee sono in grado di gestire correttamente le diverse scadenze, seppur i paesi “core” presentino una quota di capitale circolante netto su totale attivo decisamente più elevata di quella dei paesi periferici. Tra i diversi paesi, solo la Germania è riuscita mediamente nel corso dei 6 anni considerati ad aumentare tale rapporto, tutti gli altri infatti presentano un tasso di crescita decrescente, particolarmente marcato per il caso italiano.

La TAB. 6, infine, mostra l’andamento delle variabili considerate nel periodo temporale analizzato. Essa evidenzia come il *NPLs ratio* sia aumentato notevolmente nel tempo, innalzandosi di 330 punti base dal 2008 al 2013, con una crescita particolarmente marcata nel 2008 e nel 2009 soprattutto, rallentando nei due anni successivi e poi tornando a crescere molto nel 2012. Ciò è avvenuto nonostante una forte diminuzione dei tassi di interesse medi praticati dalle banche nel corso del tempo, indicando come il problema non fosse dovuto semplicemente ad un fenomeno congiunturale legato all’andamento dei tassi, ma ad un fenomeno strutturale che è scaturito dal combinato disposto di più fattori. A seguire un andamento simile a quello dei *non-performing loans* è stato il tasso di disoccupazione che ha presentato picchi di crescita media particolarmente alti nel 2009 e nuovamente nel 2012. L’andamento delle quotazioni degli indici azionari è risultato invece particolarmente altalenante e, in alcuni anni, ha seguito una direzione inattesa: in tali casi, infatti, esso è aumentato laddove anche i *non-performing loans* sono aumentati e viceversa. Infine, l’andamento del prodotto interno lordo conferma la correlazione negativa esistente con il *NPLs ratio* dal momento che il tasso di variazione del primo

risulta negativo laddove la crescita del secondo è maggiore.

Per quanto concerne l'andamento delle variabili microeconomiche, è interessante sottolineare come mediamente le imprese abbiano tentato di ridurre il livello di leva finanziaria a partire dal 2009, probabilmente per cercare di rendere meno incidente la componente di debito di terzi e quindi di diminuire gli oneri finanziari ad essa associati. Inoltre si conferma la tendenza già evidenziata dall'analisi *cross-time* di una diminuzione della redditività, che però sembra andare affievolendosi nel corso degli ultimi anni. Nel 2012, inoltre, sembravano essere ripresi gli investimenti, ma il dato del 2013 va in controtendenza. Subito dopo lo scoppio della crisi, nel 2008, le imprese sembravano cercare di ridurre l'incidenza degli oneri finanziari sul margine lordo, ma del 2011 tale rapporto riprende a salire e solo nel 2013 subisce di nuovo un rallentamento. Infine le imprese, dopo un periodo di sofferenza tra il 2010 e il 2011, sembrano nuovamente accrescere le proprie attività correnti rispetto alle passività a breve.

In sintesi, le statistiche descrittive mostrano come negli ultimi anni sia aumentata la quota di esposizioni deteriorate sul totale delle esposizioni creditizie bancarie e come tale fenomeno sia particolarmente marcato soprattutto per l'Italia. Si nota, inoltre, come questo non sia stato accompagnato da un aumento dei tassi di interesse, né da un aumento del grado di *leverage* delle imprese. Si mostra quindi necessario capire quali possano essere state le determinanti di tale fenomeno tenendo conto sia del ciclo economico sia delle caratteristiche principali dei prenditori, quali le imprese.

TAB. 6 - Confronto valori medi *cross-country*

<i>Media</i>	<i>2008</i>	<i>2009</i>	<i>2010</i>	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>
<i>NPLs</i>	0.029	0.039	0.042	0.047	0.055	0.062
<i>ΔNPLs</i>	0.197	0.319	0.058	0.065	0.136	0.089
<i>Agdp</i>	0.006	-0.039	0.019	0.010	-0.014	-0.007
<i>int</i>	0.057	0.033	0.030	0.037	0.035	0.032
<i>unempl</i>	0.072	0.091	0.098	0.099	0.113	0.121
<i>Aprice</i>	-0.641	0.247	-0.035	-0.205	0.103	0.173
<i>Δint</i>	0.068	-0.555	-0.127	0.217	-0.086	-0.082
<i>Δunempl</i>	-0.009	0.199	0.082	-0.021	0.118	0.075
<i>lev</i>	0.804	0.747	0.740	0.755	0.742	0.672
<i>Δlev</i>	0.188	-0.109	-0.022	-0.017	-0.006	-0.054
<i>ROA</i>	0.051	0.040	0.055	0.049	0.045	0.044
<i>ΔROA</i>	-0.355	-0.245	0.302	-0.098	-0.108	-0.021
<i>Aimm/TA</i>	0.091	-0.011	-0.041	-0.005	0.013	-0.052
<i>Aint/EBITDA</i>	0.126	-0.283	-0.030	0.044	0.071	-0.070
<i>CCN/TA</i>	0.091	0.091	0.094	0.088	0.077	0.088

5. Risultati

L'evidenza in merito alla **determinanti macroeconomiche dei NPLs**, stimata mediante un modello Random Effects come specificato nell'equazione (1) (TAB. 7, Panel A), mostra che le banche europee sperimentano aumenti nelle sofferenze al crescere del tasso di disoccupazione ed al diminuire del tasso di crescita del PIL e della variazione dell'indice di mercato azionario.⁷ Il negativo (e statisticamente significativo) coefficiente del tasso di crescita del PIL reale indica, come atteso, che in presenza di maggiori difficoltà del sistema economico di un dato paese le imprese presentano una maggiore difficoltà a restituire il proprio debito alle banche e di conseguenza le sofferenze delle stesse aumentano. Il negativo (e statisticamente significativo) coefficiente della variazione dell'indice di

⁷ La specificazione con sole determinanti macroeconomiche non presenta problemi di multicollinearità, essendo il maggiore valore di VIF pari a 2,36.

mercato azionario, anch'esso atteso, indica che tanto migliore è l'andamento del mercato azionario tanto inferiore sarà la quota di esposizioni deteriorate rispetto al totale delle esposizioni bancarie. Il positivo (e statisticamente significativo) coefficiente del tasso di disoccupazione conferma come situazioni di maggiore sofferenza dell'intera economia di un dato paese si traducono in difficoltà dei prenditori ad adempiere alle loro obbligazioni nei confronti della banca. In sostanza si trova conferma dell'impatto che la letteratura generalmente suggerisce per le determinanti macroeconomiche.

TAB. 7 - Determinanti dei NPLs (Random Effects Model) – modelli distinti per classi di variabili

$\Delta NPLs$	Panel A Variabili Macro			Panel B Variabili Micro		
	Coef.	Err.Std.	Sig.	Coef.	Err.Std.	Sig.
<i>constant</i>	0.005	0.034	0.877	0.069	0.052	0.185
<i>Δgdp</i>	-4.96***	1.226	0.000			
<i>int</i>	2.041	1.758	0.246			
<i>unempl</i>	0.309*	0.170	0.070			
<i>$\Delta price$</i>	-0.070*	0.040	0.078			
<i>lev</i>				0.118***	0.039	0.002
<i>Δlev</i>				0.038	0.158	0.810
<i>ΔROA</i>				-0.307***	0.069	0.000
<i>$\Delta imm/TA$</i>				-0.318**	0.137	0.020
<i>$\Delta int/EBITDA$</i>				-0.212***	0.061	0.000
<i>CCN/TA</i>				-0.583**	-0.244	0.017
<i>N(obs)</i>	38			38		
<i>N(groups)</i>	7			7		
<i>R² within</i>	0.4373			0.4866		
<i>R² between</i>	0.9097			0.9196		
<i>R² overall</i>	0.5802			0.6426		
<i>Chi-Square</i>	70.62 (0.000)			421.55 (0.000)		

Passando alla più innovativa analisi delle **determinanti microeconomiche dei NPLs**, stimata mediante un modello Random Effects come specificato nell'equazione (2) (TAB. 7, Panel B), si osserva che le banche europee sperimentano aumenti nelle sofferenze al crescere del livello di leva finanziaria ed al diminuire delle variazioni nella redditività operativa, negli investimenti in immobilizzazioni, negli oneri finanziari e nella posizione finanziaria netta.⁸ Il positivo (e statisticamente significativo) coefficiente della leva finanziaria (*lev*) indica che in presenza di un grado di indebitamento maggiore, espressione di una maggiore rischiosità dell'azienda, cresce anche la quota di NPLs sul totale delle esposizioni creditizie della banca; si nota invece che la variabile espressione delle variazioni nella leva finanziaria non risulta essere significativa. Il negativo (e statisticamente significativo) coefficiente della redditività operativa (*ΔROA*) suggerisce che miglioramenti nella redditività dell'impresa pongono la stessa in condizione di adempiere alle proprie obbligazioni nei confronti della banca, portando quindi ad una riduzione del *NPLs ratio*. Interessante il negativo (e statisticamente significativo) coefficiente dei nuovi investimenti di lungo periodo approssimati dal totale delle immobilizzazioni (*$\Delta imm/TA$*): imprese che investono di più in immobilizzazioni sono in grado di aumentare la loro capacità di generare profitto così poi da ottemperare alle proprie obbligazioni. Ancora, il negativo (e statisticamente significativo) coefficiente del capitale circolante netto (*CCN/TA*): imprese con una più efficiente gestione della risorse liquide sono meglio in grado di far fronte alle proprie obbligazioni, riducendo così la probabilità di non

⁸ La specificazione con sole determinanti microeconomiche non presenta problemi di multicollinearità, essendo il maggiore valore di VIF pari a 6,11.

restituire il prestito. Con riferimento infine al coefficiente relativo agli oneri finanziari ($\Delta int/EBITDA$), il segno negativo risulta inatteso⁹. Si precisa peraltro da subito che tale risultato non risulta robusto ad una diversa specificazione del modello, in quanto perde di significatività una volta impiegato il modello completo.

Passando ad una stima mediante un GMM, le determinanti macroeconomiche (TAB. 8, Panel A) e micro-economiche (TAB. 8, Panel B) rimangono le medesime appena discusse. Impiegando ciascuno dei *set* di strumenti individuati, si conferma la robustezza dei risultati. Da ultimo si procede ad una stima di una specificazione completa (che include congiuntamente variabili micro e macroeconomiche) mediante un modello Random Effects come specificato nell'equazione (3) (TAB. 9). E' interessante notare che a rimanere statisticamente significative sono tre determinanti, ed in particolare esposte in ordine di rilevanza economica decrescente (espressa dal Beta): livello della leva finanziaria dell'impresa prenditrice, variazione del tasso di crescita del PIL reale e livello della redditività operativa dell'impresa. Queste tre variabili rappresentano le tre determinanti che giocano il ruolo principale nella misura delle variazioni dei NPLS delle banche europee. Dalle stime è possibile affermare che i NPLs delle banche europee aumentano all'aumentare della leva, al diminuire del tasso di crescita del PIL reale e al diminuire del ROA delle imprese finanziate. Si evince pertanto la rilevanza dell'estensione dell'analisi empirica alle

determinanti micro-economiche a livello di impresa, in quanto il fenomeno risulta considerevolmente influenzato dalle stesse.

A conclusione dell'indagine, si è inteso verificare se le determinanti della crescita dei NPLs ratio mostrino differenze significative tra paesi *core* e *non-core*.

La TAB. 10 presenta i risultati con riferimento al modello con determinanti macroeconomiche: i risultati del Chow test, che confronta per ogni variabile i coefficienti relativi ai due insiemi di paesi, mostrano che esiste una differenza significativa tra paesi *core* e *non-core* quando si guarda all'impatto esercitato dal tasso di crescita del PIL e dai tassi di interesse praticati sui prestiti. Tali variabili macro-economiche esprimono le connotazioni differenziali dei due gruppi di paesi in termini di capacità esplicativa dei NPLs.

E' infine interessante notare che con riguardo al modello con determinanti micro-economiche non si registrano differenze significative negli impatti esercitati dalle caratteristiche di impresa sulla crescita dei NPLs ratio. Una possibile spiegazione a tale presunta assenza di differenze tra le variabili di impresa dei paesi *core* e periferici può essere la scelta di un campione di sole società quotate, all'interno delle quali le peculiarità legate all'effetto paese potrebbero essere molto meno marcate che per le società non quotate.

⁹ La non coerenza tra il segno emerso dalle regressioni e quello atteso può essere giustificata da una possibile distorsione legata alla scelta del campione aperto (che per ogni anno tiene conto sia delle imprese attive sia di quelle che potrebbero diventare inattive l'anno successivo), dalla diminuzione dei tassi di interesse nominali sul debito ed, infine, dalla crescita negativa che ha caratterizzato gli EBITDA nella maggior parte dei paesi analizzati.

TAB. 8 - Determinanti dei NPLs (GMM Model) – modelli distinti per classi di variabili

	<i>Panel A: Variabili Macro</i>				
$\Delta NPLs$	Mod.1	Mod.2	Mod.3	Mod.4	Mod.5
<i>constant</i>	-0.007 (0.883)	-0.026 (0.495)	0.008 (0.827)	0.028 (0.409)	-0.029 (0.367)
Δgdp	-3.811*** (0.000)	-4.743*** (0.002)	-4.135*** (0.000)	-4.932*** (0.000)	-4.154*** (0.008)
Δint	-0.298 (0.181)	-0.295*** (0.000)	-0.168 (0.39)	-0.112 (0.601)	-0.344 (0.103)
$\Delta unempl$	0.946*** (0.003)	1.148** (0.039)	0.930* (0.056)	0.632 (0.191)	1.268*** (0.004)
$\Delta price$	-0.494** (0.026)	-0.370*** (0.000)	-0.108 (0.699)	-0.094 (0.74)	-0.402* (0.064)
<i>N(obs)</i>	38	38	38	38	38
<i>N(moments)</i>	10	11	16	21	16
<i>Hansen</i>	4.033	3.359	2.894	2.888	3.189
<i>Chi-Square</i>	(0.133)	(0.186)	(0.235)	(0.236)	(0.203)

	<i>Panel B: Variabili Micro</i>		
$\Delta NPLs$	Mod.1	Mod.2	Mod.3
<i>constant</i>	-0.085*** (0.002)	-0.086*** (0.005)	-0.064** (0.018)
<i>lev</i>	0.272*** (0.000)	0.271*** (0.000)	0.233*** (0.000)
Δlev	0.353 (0.185)	0.194 (0.398)	0.027 (0.915)
ΔROA	-0.351*** (0.000)	-0.305*** (0.000)	-0.306*** (0.000)
$\Delta imm/TA$	-0.306 (0.11)	-0.130 (0.694)	-0.458** (0.034)
$\Delta int/EBITDA$	-0.405*** (0.000)	-0.417*** (0.000)	-0.303*** (0.000)
<i>N(obs)</i>	38	38	38
<i>N(moments)</i>	10	11	19
<i>Hansen</i>	0.935	0.723	1.063
<i>Chi-Square</i>	(0.334)	(0.395)	(0.303)

TAB. 9 - Determinanti dei NPLs (Random Effects Model) – modello completo

	<i>Panel completo</i>			
$\Delta NPLs$	Coef.	Err.Std.	Sig.	Effetto marginale
<i>constant</i>	0.048	0.117	0.684	
Δgdp	-3.617**	1.441	0.018	-0.497
<i>int</i>	-2.547	3.217	0.435	-0.186
<i>unempl</i>	0.042	0.246	0.864	0.014
$\Delta price$	-0.027	0.106	0.798	-0.042
<i>lev</i>	0.185*	0.146	0.214	0.504
Δlev	0.188	0.227	0.417	0.118
ΔROA	-0.183**	0.066	0.010	-0.306
$\Delta imm/TA$	-0.405	0.275	0.152	-0.179
$\Delta int/EBITDA$	-0.066	0.079	0.410	-0.086
CCN/TA	0.014	0.609	0.982	0.006
<i>N(obs)</i>	38			
<i>F(10-27)</i>	10.31*** (0.000)			
<i>R-squared</i>	0.7617			
<i>Root MSE</i>	0.0973			

TAB. 10 – Determinanti macro dei NPLs (Random Effects Model): paesi *core* e periferici

	<i>Core</i>		<i>Non Core</i>		
$\Delta NPLs$	<i>Coeff.</i>	<i>Err.Std.</i>	<i>Coeff.</i>	<i>Err.Std.</i>	<i>Chow Test</i>
Δgdp	-1.334	1.787	-6.565***	1.275	5.82**
<i>int</i>	2.601	2.510	-2.732	3.807	2.89*
<i>unempl</i>	-0.203	0.460	0.295	1.145	0.19
$\Delta price$	0.110	0.139	-0.218	0.167	2.45
<i>constant</i>	0.139	0.122			
<i>N(obs)</i>	38				
<i>N(groups)</i>	7				
R^2 within	0.535				
R^2 between	0.911				
R^2 overall	0.668				
<i>Chi-Square</i>	58.40 (0.000)				

6. Conclusioni

Il presente lavoro analizza il fenomeno dei *non performing loans* delle banche europee con lo scopo di individuare quali fattori sia macro sia di impresa possano aver esercitato un'influenza sull'aumento del rapporto tra i crediti deteriorati delle banche ed il totale delle esposizioni creditizie, in seguito alla lunga crisi iniziata nel 2007. I fattori macroeconomici sono stati utilizzati al fine di quantificare l'influenza esercitata dal contesto economico di riferimento (rappresentato in questo caso dal singolo paese), mentre quelli micro vogliono investigare come le caratteristiche del prestatore di fondi (le imprese) possano impattare sulla qualità del credito delle banche.

Con riferimento a sette paesi europei, di cui quattro definibili come *core* (Francia, Germania, Paesi Bassi e Belgio) e tre come periferici (Italia, Spagna e Portogallo), e utilizzando un'analisi per dati panel, si è tentato di quantificare l'impatto esercitato dalle singole variabili sul tasso di variazione del NPLs *ratio*. Si sono analizzati inizialmente gli impatti delle due categorie di variabili impiegando due regressioni separate ed in seguito si è studiato un modello completo, al fine di comprendere quale fosse la significatività economica delle singole determinanti.

Tra le variabili macroeconomiche analizzate, il tasso di variazione del PIL risulta essere la determinante di maggiore rilievo nello spiegare l'andamento dei NPLs, esercitando un impatto fortemente negativo. Ad esso si aggiungono il tasso di disoccupazione, correlato positivamente, e il tasso di variazione delle quotazioni dell'indice azionario, che influisce anch'esso negativamente. Il tasso di interesse non risulta invece essere statisticamente significativo in maniera robusta.

Tra le variabili microeconomiche, tutte quelle considerate sembrano esercitare un impatto non marginale sulla crescita dei NPLs: l'aumento del livello di leva finanziaria delle imprese fa crescere

le sofferenze delle banche, mentre variazioni positive nella redditività operativa e nella quota di immobilizzazioni sul totale dell'attivo le fanno diminuire. Una migliore qualità del prestatore consente di ridurre la crescita dei NPLs nel bilancio della banca: non solo miglioramenti nella redditività operativa, ma anche maggiore capacità di investire in immobilizzazioni, consentono all'impresa di meglio ottemperare alle proprie obbligazioni nei confronti della banca.

Infine, tramite lo studio di un modello completo, sono emerse solo tre variabili come significative (PIL, leverage e ROA), ma la cosa più interessante è notare come la variabile della leva finanziaria delle imprese risulti più rilevante dell'andamento del PIL del paese nello spiegare il fenomeno, mostrando come l'aggiunta delle variabili d'impresa tra le determinanti dei NPLs fornisca un importante apporto esplicativo per tale analisi.

A conclusione del lavoro, si è intesa testare l'esistenza di differenze nell'impatto esercitato dalle singole determinanti considerate tra paesi *core* e ai paesi periferici. Ciò che emerge è l'esistenza di differenze statisticamente significative nell'impatto esercitato dal tasso di crescita del PIL e dal tasso di interesse sui prestiti. Tra le variabili di impresa, invece, non sono emerse differenze significative, in conseguenza presumibilmente dell'omogeneità del campione di imprese considerato (società quotate sui mercati regolamentati).

BIBLIOGRAFIA

Banca d'Italia (2013), Rapporto sulla stabilità finanziaria, n. 5

Barisitz S., (2013), *Nonperforming Loans in Western Europe – A Selective Comparison of Countries and National Definitions*, Focus On European Economic Integration Q1/13, OENB

Beck R, Jakubik P, PiloIU A (2013), *Non-Performing Loans: what matter in addition to the economic cycle?*, Working Paper Series No. 1515, European Central Bank

Bofondi M., Ropele T. (2011), *Determinanti macroeconomiche delle sofferenze: l'evidenza empirica per le banche italiane*, Questioni di Economia e Finanza, N. 89, Banca d'Italia

Bonaccorsi di Patti E., D'Ignazio A., Gallo M. and Micucci G. (2014), *The role of leverage in firm solvency: evidence from bank loans*, Questioni di Economia e Finanza, N. 244, Banca d'Italia

Jakubík P, Reininger T (2013), *Determinants of Nonperforming Loans in Central, Eastern and Southeastern Europe*, Focus on European Economic Integration, Q3, Oesterreichische Nationalbank

Jassaud N. and Kang K., (2015), *A Strategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy*, IMF Working Paper, WP/15/24

Klein N (2013), *Non-Performing Loans in CESEE: Determinants and Macroeconomic Performance*, IMF Working Paper, No. 13/72, International Monetary Fund

Louzis DP, Vouldis AT, Metaxas VL (2010), *Macroeconomic and Bank-Specific Determinants of Non-Performing Loans in Greece: a comparative study of mortgage, business and consumer loan portfolios*, Working Paper 118, Bank of Greece

Makri V, Tsagkanos A, Bellas A (2014), *Determinants of Non-Performing Loans: The case of Eurozone*, Panoeconomicus, No.2, pp. 193-206

Messai AS, Jouini F (2013), *Micro and Macro Determinants of Non-Performing Loans*, International Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 3, No. 4, pp. 852-860

PWC, (2013), *A comparative analysis of disclosure rules and market practices of impaired loans and credit risk mitigation techniques*

Saba I, Kouser R, Azeem M (2012), *Determinants of Non-Performing Loans: Case of US Banking Sector*, The Romanian Economic Journal, No. 44

Tanasković S, Jandrić M (2015), *Macroeconomic and Institutional Determinants of Non-Performing Loans*, Journal of Central Banking Theory and Practise, Vol. 1, pp. 47-62

APPENDICE

TAB. App1 Correlazioni tra le variabili utilizzate nel modello (Spearman)

<i>Spearman Corr</i>	<i>ANPLs</i>	<i>NPLs</i>	<i>Agdp</i>	<i>int</i>	<i>unempl</i>	<i>Aprice</i>	<i>Aint</i>	<i>Aunempl</i>	<i>lev</i>	<i>Alev</i>	<i>ROA</i>	<i>ARO</i>	<i>Aimm/ TA</i>	<i>Aint/ EBITDA</i>	<i>CCN/ TA</i>
<i>ANPLs</i>	1														
<i>NPLs</i>	0.396**	1													
<i>Agdp</i>	-0.774***	-0.228	1												
<i>int</i>	0.479***	0.304*	-0.277	1											
<i>unempl</i>	0.324*	0.710***	-0.215	0.197	1										
<i>Aprice</i>	0.242	-0.203	-0.523***	-0.317*	-0.076	1									
<i>Aint</i>	-0.206	0.241	0.408**	0.434**	0.118	-0.727***	1								
<i>Aunempl</i>	0.321*	0.623***	-0.337*	0.272	0.914***	0.045	0.047	1							
<i>lev</i>	0.498***	0.605***	-0.405**	0.346*	0.441**	-0.253	0.169	0.410**	1						
<i>Alev</i>	-0.028	0.004	0.109	-0.073	-0.063	-0.373**	0.217	-0.136	0.229	1					
<i>ROA</i>	-0.683***	-0.735***	0.594***	-0.346*	-0.635***	-0.208	0.073	-0.619***	-0.388**	0.257	1				
<i>ARO</i>	-0.632***	-0.134	0.586***	-0.317*	-0.008	-0.280	0.124	-0.028	-0.071	0.122	0.574***	1			
<i>Aimm/TA</i>	-0.059	-0.187	-0.001	0.238	-0.131	-0.256	0.151	-0.230	-0.132	0.271	0.157	-0.129	1		
<i>Aint/EBITDA</i>	-0.085	0.089	0.243	0.382**	0.026	-0.558***	0.674***	0.047	0.197	0.295	0.057	0.045	-0.072	1	
<i>CCN/TA</i>	-0.523***	-0.578***	0.405**	-0.352**	-0.451***	0.177	-0.213	-0.427**	-0.927***	-0.193	0.467***	0.090	0.181	-0.241	1

TAB. App2 Correlazioni tra le variabili utilizzate nel modello (Pairwise)

<i>Pairwise Corr</i>	<i>ANPLs</i>	<i>NPLs</i>	<i>Agdp</i>	<i>int</i>	<i>unempl</i>	<i>Aprice</i>	<i>Aint</i>	<i>Aunempl</i>	<i>lev</i>	<i>Alev</i>	<i>ROA</i>	<i>ARO</i>	<i>Aimm/ TA</i>	<i>Aint/ EBITDA</i>	<i>CCN/ TA</i>
<i>ANPLs</i>	1														
<i>NPLs</i>	0.192	1													
<i>Agdp</i>	-0.712***	-0.301*	1												
<i>int</i>	0.421***	0.051	-0.120	1											
<i>unempl</i>	0.304*	0.437***	-0.278*	0.113	1										
<i>Aprice</i>	0.038	0.162	-0.409***	-0.662***	0.132	1									
<i>Aint</i>	-0.271	0.137	0.524***	0.396***	0.118	-0.623***	1								
<i>Aunempl</i>	0.334**	0.299*	-0.355**	0.002	0.734***	0.327**	-0.101	1							
<i>lev</i>	0.584***	0.233	-0.301*	0.658***	0.403***	-0.187	0.196	0.333**	1						
<i>Alev</i>	0.101	-0.248	0.244	0.462***	-0.118	-0.714***	0.442***	-0.150	0.172	1					
<i>ROA</i>	-0.705***	-0.626***	0.617***	-0.190	-0.438***	-0.146	0.138	-0.328**	-0.417***	0.168	1				
<i>ARO</i>	-0.494***	0.048	0.352**	-0.329**	0.054	0.321**	0.027	0.175	-0.058	-0.250	0.488***	1			
<i>Aimm/TA</i>	-0.111	-0.197	0.045	0.276*	-0.232	-0.425***	0.171	-0.225	-0.143	0.478***	0.215	-0.312**	1		
<i>Aint/EBITDA</i>	-0.113	0.058	0.301*	0.341**	0.082	-0.459***	0.588***	-0.018	0.156	0.312**	-0.032	-0.165	0.143	1	
<i>CCN/TA</i>	-0.705***	0.617***	-0.146	0.138	-0.328**	0.168	0.488***	0.215	-0.032	-0.054	-0.626***	-0.190	-0.438***	-0.417***	1

2. CREDITI DETERIORATI E NORMATIVA SULLA CRISI D'IMPRESA*

I crediti deteriorati (*non-performing loans*, NPLs) sono da sempre elementi connotanti e peculiari dell'esercizio dell'attività bancaria. Negli anni che hanno preceduto la recente crisi, tutto il sistema bancario italiano sperimentava livelli di crediti deteriorati che, pur ripercuotendosi sul conto economico e sullo stato patrimoniale delle banche, non segnalavano elementi di urgente preoccupazione. La situazione si è significativamente aggravata con l'innescarsi della crisi. Nel caso italiano, il tasso di crescita medio annuo degli NPLs dal 2008 è stato di circa il 20% 4 volte superiore alla media europea. A dicembre 2014 i NPLs delle banche italiane erano pari a circa euro 350 miliardi, corrispondente al 17,7% del totale degli impieghi; le sofferenze (la "peggiore" categoria di NPLs) si attestavano a dicembre 2014 a circa il 57% del totale NPLs. Nonostante oggi sembri palesarsi un tendenziale ridimensionamento dei flussi in entrata, lo stock di NPLs (pari a oltre il 20% del PIL nazionale) rimane notevole.

La gestione dei NPLs da parte di un intermediario bancario dipende inevitabilmente dal quadro legale di riferimento. In particolare, la normativa sulla crisi d'impresa ha effetti economici rilevanti, poiché incide sui tempi e sull'esito della procedura di gestione del default e, in ultima analisi, sul tasso di recupero del credito. In questo lavoro sono analizzati gli effetti economici della normativa sulla crisi d'impresa. Il paragrafo 1 presenta i risultati di un sondaggio internazionale, il cui obiettivo è misurare l'efficienza delle procedure di gestione della crisi in diversi paesi. Il

paragrafo 2 illustra gli effetti potenziali della normativa sul comportamento del debitore in crisi. Il terzo paragrafo presenta l'attuale normativa italiana sulla crisi d'impresa e le prospettive di riordino e riforma della materia. Il paragrafo 4 conclude.

1. Efficienza delle procedure di gestione della crisi

1.1. Premessa

Ogni paese ha la propria normativa in materia di crisi d'impresa; peraltro, anche in presenza di regole simili o addirittura identiche, la loro effettiva applicazione può essere molto diversa da un paese all'altro, in funzione delle caratteristiche del sistema giudiziario e delle altre istituzioni.

Per valutare gli effetti economici della normativa sulla crisi d'impresa è dunque necessario, da un lato, costruire una misura di efficienza delle procedure di recupero; dall'altro valutare gli effetti sull'efficienza non tanto delle norme esistenti quanto di quelle effettivamente applicate. Un gruppo di studio della World Bank e dell'università di Harvard ha condotto un sondaggio al fine di valutare l'efficienza della gestione delle crisi in 88 paesi (Djankov, Hart, McLiesh, Shleifer, 2008; nel seguito DHMS, 2008). Il sondaggio, condotto tramite l'International Bar Association¹, ha coinvolto, per ciascun paese, avvocati e giudici specializzati nella crisi d'impresa e nel recupero dei crediti. Ai soggetti di ciascun paese è stato presentato lo stesso caso di un'impresa in default ed è stato chiesto di: i) individuare la procedura che con maggiore probabilità sarebbe stata seguita per risolvere la crisi; ii) stimare tempi, costi ed esito della procedura individuata al punto precedente.

* A cura di Giuliano Iannotta, Luca Leuci, Marco Oriani.

¹ L'International Bar Association è un'organizzazione internazionale costituita dalle associazioni delle professioni legali dei diversi paesi.

Questo approccio consente di superare i problemi legati ad una lettura formale delle norme (che in un certo contesto possono trovare scarsa applicazione); inoltre, i dati su tempi, costi ed esito permettono di costruire una misura di efficienza della procedura, che possa poi essere confrontata a livello internazionale. La sezione che segue illustra il caso su cui è stato condotto il sondaggio.

1.2 Il caso *Mirage*

Mirage è una società di capitali (dunque a responsabilità limitata) che possiede e gestisce un hotel situato nella città principale del paese. La società ha 201 dipendenti e 50 fornitori (tutti creditori). Inoltre, 5 anni fa *Mirage* ha contratto con *Bizbank* (una banca domestica) un mutuo ipotecario di durata decennale finalizzato all'acquisto dell'edificio che costituisce l'hotel (sul quale grava l'ipoteca). *Mirage* è controllata al 51% da Mr. Douglas, il fondatore, che è anche il presidente del Consiglio di Amministrazione. Gli altri azionisti hanno quote non superiori al 5%.

Il debito complessivo di *Mirage* è pari a 136²: i creditori chirografari (fornitori, dipendenti e fisco) vantano un credito di 36 (12 per ciascuno dei tre gruppi), mentre *Bizbank* vanta il residuo 100, garantito da ipoteca.

Negli anni passati *Mirage* ha sempre realizzato profitti e regolarmente pagato il servizio del debito. Tuttavia, in base alle ultime previsioni del management, nei prossimi due anni la società sarà in grado di coprire solo i costi operativi, ma non riuscirà a far fronte al servizio del debito. In sostanza, *Mirage* sta per andare in default; domani, infatti non pagherà la rata del mutuo. Le previsioni del management non sono però ancora

note a *Bizbank*, la quale osserverà il default sul prossimo pagamento, ma realizzerà che non si tratta di un temporaneo problema di liquidità solo fra tre mesi, alla pubblicazione dei risultati annuali da parte di *Mirage*. Dunque, il management di *Mirage* ha il vantaggio della prima mossa.

Il valore di *Mirage* in continuità è 100 (pari al credito vantato da *Bizbank*) mentre la liquidazione dei singoli attivi (l'edificio, i mobili, etc.) vale 70. Dal punto di vista economico, la soluzione ottimale è quindi quella di preservare la continuità aziendale. La procedura migliore dovrebbe essere quella che consente a *Bizbank* di assumere il controllo di *Mirage* e di gestirla oppure di venderla in continuità. Mr. Douglas vorrebbe mantenere la continuità aziendale, ma senza perdere il controllo. I fornitori, il fisco e i dipendenti (anche negli ordinamenti in cui hanno priorità sugli altri creditori) propendono per la continuità.

Il caso è molto semplice: non vi sono obbligazionisti e vi è un solo creditore garantito. *Mirage* non ha bisogno di ulteriori risorse per la continuità: semplicemente non è in grado di pagare il servizio del debito. Inoltre, la società è di medie dimensioni, così da evitare il rischio che il pubblico interesse per la continuità aziendale (tipico nel caso di imprese di grandi dimensioni) possa condizionare i risultati del sondaggio. Inoltre, nell'ambito del sondaggio, sono escluse le ipotesi di ristrutturazione stragiudiziale e di distrazione di risorse da parte di management/azionisti durante la gestione della crisi.

Se da un lato le ipotesi del caso possono sembrare semplicistiche, dall'altro consentono di individuare facilmente la soluzione ottimale della crisi.

² Nell'ambito del sondaggio le unità monetarie sono stabilite per ciascun paese in modo che *Mirage* possa essere considerata una società di medie dimensioni.

1.3. Il sondaggio

I soggetti contattati nel sondaggio devono individuare la procedura più probabile nell'ambito di tre possibilità: i) escussione delle garanzie; ii) liquidazione; iii) riorganizzazione. Ciascuna delle tre procedure può portare a due possibili esiti: continuità aziendale o vendita dei singoli attivi.

L'escussione delle garanzie è la procedura che tutela il creditore garantito (come Bizbank). I creditori chirografari devono quindi attivare procedure alternative. In taluni ordinamenti, la società o un creditore non garantito possono impedire l'escussione delle garanzie attivando una procedura di liquidazione o di riorganizzazione; in altri ordinamenti, l'attivazione di tali procedure non impedisce al creditore garantito di escutere le garanzie. Inoltre, a seconda della normativa vigente in ciascun paese, l'escussione delle garanzie può avvenire con o senza il ricorso al tribunale.

La liquidazione è la procedura giudiziale che porta alla vendita dei singoli attivi o dell'impresa in continuità. La riorganizzazione è la procedura giudiziale finalizzata alla risoluzione della crisi: non è presente in tutti i paesi e in genere tutela la società dalle azioni dei creditori.

Ai soggetti contattati nel sondaggio sono richieste una serie di informazioni aggiuntive, tra le quali:

- tempi per la soluzione della crisi e per il pagamento a Bizbank (che non necessariamente coincidono);
- costi della procedura espressi in percentuale rispetto al valore dell'impresa in continuità (100); si intendono qui tutti i costi comprensivi di onorari di legali e consulenti, tasse dovute al tribunale, costi per l'organizzazione di aste o altre procedure di liquidazione, etc.;
- esito della procedura: continuità aziendale o meno;

- grado di privilegio di Bizbank rispetto agli altri creditori (fornitori, dipendenti e fisco).

Attraverso tali informazioni aggiuntive gli autori dello studio sono in grado di costruire una misura di efficienza della procedura. Si tratta del valore attuale per i creditori (100 in continuità, 70 in assenza di continuità) al netto dei costi della procedura. A parità di tasso di sconto, il valore attuale sarà minore quanto più lunghi sono i tempi per la soluzione della crisi.

Per chiarire, si consideri un semplice esempio numerico. Supponiamo che nel paese A la procedura più probabile per la soluzione della crisi di Mirage consenta di preservare la continuità aziendale; inoltre il tempo per la soluzione della crisi è pari ad 1 anno e i costi della procedura sono pari all'1% del valore dell'impresa in continuità (100). Assumendo un tasso di sconto pari al 5%, la misura di efficienza sarà pari a:

$$\text{Efficienza}_{(A)} = (100 - 1)/(1+5\%)^1 = 94,3$$

Nel paese A, dunque, solo il 5,7% viene perso nella soluzione della crisi di Mirage.

Si immagini ora che nel paese B l'esito più probabile non sia quello della continuità aziendale; inoltre la crisi è risolta in 3 anni e i costi della procedura sono pari al 20%. In questo caso, la misura di efficienza è pari a:

$$\text{Efficienza}_{(B)} = (70 - 20)/(1+5\%)^3 = 43,2$$

Dunque nel paese B il 56,8% del valore potenziale di Mirage è distrutto durante la procedura.

Nell'esempio il tasso di sconto è il medesimo per i due paesi; in effetti, nello studio di DHMS (2008) ogni paese ha uno tasso di sconto specifico (in base al livello dei tassi di interesse). Ciò significa che, a parità di altre condizioni, un maggiore tasso

di sconto (rilevato tipicamente nei paesi in via di sviluppo) riduce l'efficienza.

I dati raccolti nel sondaggio consentono di calcolare anche il tasso di recupero per Bizbank; nel conteggio, oltre alle variabili già considerate, bisogna tenere conto del grado di privilegio di Bizbank, oltre che dei tempi di pagamento (i quali, come già osservato, non necessariamente coincidono con quelli di chiusura della procedura).

Si torni all'esempio del paese A; se Bizbank è privilegiata rispetto a tutti gli altri creditori e i tempi di pagamento coincidono con quelli di chiusura della procedura, allora il tasso di recupero è uguale alla misura di efficienza (94,3). Si immagini invece che nel Paese A il credito dei dipendenti sia privilegiato rispetto a quello di Bizbank e che tra la chiusura della procedura e l'effettivo pagamento trascorrono 0,5 anni. In questo caso il tasso di recupero di Bizbank sarebbe pari a:

$$\text{Tasso di recupero} = (100 - 12 - 1) / (1 + 5\%)^{1,5} = 80,9$$

1.4 I principali risultati

La Tabella 1 riporta alcuni risultati dello studio di DHMS (2008) per: i) i 10 paesi con le procedure più efficienti, ii) i 10 paesi con le procedure meno efficienti, iii) i 10 paesi con un livello di efficienza prossimo a quello dell'Italia.

I dati medi calcolati su tutti gli 88 paesi costituiscono un punto di riferimento per valutare le variabili di ciascun paese. L'efficienza media è pari a 52; dunque, le procedure di gestione del default distruggono il 48% del valore potenziale. In media la procedura si chiude in 2,6 anni, mentre per il pagamento sono necessari altri 0,3 anni. Il grado di privilegio di Bizbank è 1,9: ciò significa che in media una classe di creditori è privilegiata rispetto a Bizbank. Il tasso di recupero

medio di Bizbank a 45,2; dunque, i tempi di pagamento più lunghi rispetto al termine della procedura e il grado privilegio inferiore di Bizbank distruggono un ulteriore 6,8 del valore potenziale. Il costo medio delle procedure è pari al 13,5%. Il paese più virtuoso è il Giappone, con una misura di efficienza pari a 96,1; quello più inefficiente è l'Angola, con una misura di efficienza pari a 1,2. L'Italia si colloca al 48-esimo posto, con una misura di efficienza pari a 45,3.



TAB. 1 – Alcuni risultati di DHMS (2008)

Posizione (Efficienza)	Paese	Pil pro-capite	Procedura	Continuità	Tempo (anni)		Costo	Efficienza	Priorità	Recupero
					Soluzione	Pagamento				
1	Singapore	Alto	Garanzia	Sì	0,6	0,8	1,0%	96,1	1	95,1
2	Japan	Alto	Riorganizzazione	Sì	0,6	0,6	3,5%	95,5	1	95,5
3	Netherlands	Alto	Liquidazione	Sì	1,4	1,7	1,0%	94,9	1	94,2
4	Taiwan	Alto	Riorganizzazione	Sì	0,8	0,8	3,5%	93,8	3	70,5
5	Canada	Alto	Riorganizzazione	Sì	0,8	0,8	3,5%	93,2	1	93,2
6	Finland	Alto	Riorganizzazione	Sì	0,9	0,9	3,5%	92,4	1	92,4
7	United Kingdom	Alto	Garanzia	Sì	0,5	1,0	6,0%	92,3	1	90,7
8	Norway	Alto	Riorganizzazione	Sì	0,9	0,9	1,0%	91,8	1	91,8
9	Belgium	Alto	Riorganizzazione	Sì	0,9	0,9	3,5%	90,8	1	90,8
10	New Zealand	Alto	Garanzia	Sì	0,7	2,0	3,5%	90,7	1	80,1
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
43	Malaysia	Medio	Liquidazione	No	2,3	2,3	14,5%	48,4	3	33,7
44	Algeria	Basso	Riorganizzazione	No	3,5	3,5	7,0%	48,1	3	35,3
45	Hungary	Medio	Garanzia	No	1,9	2,0	14,5%	46,7	2	39,2
46	Bulgaria	Basso	Riorganizzazione	No	3,3	3,3	9,0%	46,0	1	46,0
47	Sri Lanka	Basso	Garanzia	No	1,4	2,2	18,0%	45,7	3	28,9
48	Italy	Alto	Riorganizzazione	No	1,2	1,2	22,0%	45,3	2	37,4
49	Namibia	Basso	Riorganizzazione	No	1,5	1,5	14,5%	45,2	1	45,2
50	Croatia	Medio	Garanzia	No	1,9	3,1	14,5%	45,0	1	39,6
51	Jordan	Basso	Liquidazione	No	3,3	4,3	9,0%	44,5	3	29,0
52	China	Basso	Garanzia	No	1,8	2,4	22,0%	43,6	1	42,1
53	Panama	Medio	Garanzia	No	2,0	2,5	18,0%	43,0	1	41,0
...	...	...	...	...	...	...	...	...	...	...
79	Ecuador	Basso	Riorganizzazione	No	8,0	8,0	18,0%	19,4	4	10,0
80	Philippines	Basso	Riorganizzazione	No	5,7	5,7	38,0%	17,5	1	17,5
81	Ukraine	Basso	Riorganizzazione	No	2,9	2,9	42,0%	17,5	2	12,3
82	Brazil	Basso	Liquidazione	Sì	3,7	4,0	12,0%	13,4	3	8,2
83	Venezuela	Medio	Liquidazione	No	4,0	4,0	38,0%	13,1	1	13,0
84	Dominican Rep	Basso	Liquidazione	No	3,3	3,5	38,0%	12,9	2	9,1
85	Paraguay	Basso	Garanzia	No	3,9	3,9	9,0%	12,5	2	10,7
86	Romania	Basso	Riorganizzazione	No	4,6	4,6	9,0%	11,0	3	7,9
87	Turkey	Basso	Riorganizzazione	No	5,9	5,9	7,0%	6,6	1	6,6
88	Angola	Basso	Riorganizzazione	No	6,2	6,2	22,0%	1,2	3	0,8
Media				36,4% (Sì)	2,6	2,9	13,5%	52,0	1,9	45,2

In base ai dati di TAB. 1 è possibile osservare quanto segue.

- i) L'efficienza non sembra dipendere dal tipo di procedura. I tre paesi più virtuosi (Singapore, Giappone e Olanda) adottano tre procedure diverse. Ciò che invece pare più rilevante è la capacità di preservare la continuità aziendale (rilevata in tutti i dieci paesi più virtuosi), nonché i tempi brevi di chiusura della procedura (in media 0,8 anni nei dieci paesi più virtuosi) e i costi contenuti (in media 3% nei dieci paesi più virtuosi).
- ii) La misura di efficienza è positivamente correlata col reddito pro-capite del paese, il quale a sua volta riflette altre caratteristiche istituzionali (efficienza del sistema giudiziario e delle istituzioni in genere); i dieci paesi più virtuosi hanno tutti un reddito pro-capite alto, mentre nove dei dieci meno virtuosi hanno un reddito pro-capite basso.
- iii) La scarsa efficienza relativa dell'Italia non sembra essere dovuta alla lunghezza della procedura, che è solo lievemente superiore alla media dei paesi più virtuosi (1,2 versus 0,8). In Italia, però, così come in tutti i paesi meno virtuosi, al termine della procedura non vi è più continuità aziendale; inoltre, i costi della procedura sono particolarmente elevati (22%), quasi il doppio della media globale (13,5%), in linea con la media dei paesi meno virtuosi (23,3%).

2. Tutela del credito e comportamento del debitore

2.1 Sotto-investimento e preferenza per il rischio

Le norme per la soluzione della crisi d'impresa non influenzano solo l'esito della procedura di

recupero del credito (ex post), ma anche il comportamento dei debitori in prossimità del default (ex ante).

Nella letteratura finanziaria è ben noto il conflitto latente tra azionisti e creditori di una società. Tale conflitto è dovuto al diverso profilo rischio/rendimento delle due classi di soggetti. In regime di responsabilità limitata gli azionisti possono subire perdite limitate al capitale investito, mentre i profitti sono potenzialmente illimitati; nel caso dei creditori, sia le perdite che i profitti sono limitati. In situazioni normali, il conflitto tra azionisti e creditori è fisiologico e non produce effetti particolari. Tuttavia, se la società è prossima al default, il conflitto può indurre gli azionisti ad adottare comportamenti dannosi per i creditori: i) sotto-investimento, ossia il rifiuto ad investire in progetti privi di rischio che creano valore (Myers, 1977); ii) preferenza per il rischio, ossia la realizzazione di investimenti rischiosi che distruggono valore (Jensen e Meckling, 1976).

2.2. Sotto-investimento

Si consideri un'impresa il cui attivo può valere tra un anno 100 oppure 10 con eguale probabilità. L'impresa ha debiti per 35 con scadenza pari a un anno. Dunque, col 50% di probabilità i creditori saranno rimborsati per intero e agli azionisti rimarrà 65 (100 – 35). Nell'altro 50% dei casi, i creditori riceveranno 10 e agli azionisti non andrà nulla. L'impresa sta valutando un progetto che richiede un investimento di 14 e produrrà, senza alcun rischio, un valore di 22 tra un anno. Si assuma, per semplicità, un tasso di sconto pari a zero. Il progetto dunque genererà con certezza un valore di 8 (22 – 14).

La TAB. 2 riepiloga i valori rilevanti.

**TAB. 2 – Sotto-investimento**

Senza progetto			
Prob.	Attivo	Creditori	Azionisti
50%	100	35	65
50%	10	10	0
Con progetto			
Prob.	Attivo	Creditori	Azionisti
50%	122	35	87
50%	32	32	0

Debito = 35; Progetto: Investimento = 14; Valore tra un anno = 22

Gli azionisti non accetteranno di finanziare il progetto con capitale di rischio (ossia tagliando i dividendi o mediante un aumento di capitale). Se finanziassero il progetto gli azionisti dovrebbero sostenere per intero l'investimento (14), ma riceverebbero il valore generato dal progetto (22) solo con il 50% di probabilità (quando l'impresa vale 100 e i creditori sono rimborsati per intero). Il progetto dunque si rivela conveniente per i creditori, ma non per gli azionisti. Infatti, per gli azionisti il valore del progetto è negativo:

$$V_{\text{Azionisti}} = -14 + [(50\% \times 22) + (50\% \times 0)] = -3$$

Per i creditori invece, il progetto produce certamente un valore positivo, poiché incrementa il valore del credito nello stato del mondo negativo (quello in cui gli attivi valgono 10).

Gli azionisti saranno contrari ad un aumento di capitale (o ad un taglio dei dividendi) finalizzato a finanziare il progetto. Analogamente nessun creditore finanzia il progetto con nuovo debito subordinato rispetto a quello esistente. Dunque, un progetto privo di rischio e con valore positivo non verrà finanziato. Il problema del sotto-investimento è tanto più grave, quanto maggiore è il rischio di default di un'impresa. Per dimostrarlo, basta modificare le probabilità dei

due stati del mondo; se la probabilità dello stato del mondo negativo (valore degli attivi pari a 10) fosse 75% (anziché 50%) il valore per gli azionisti sarebbe ancora più negativo (-8,5). Se invece la probabilità dello stato del mondo negativo fosse 25%, il valore per gli azionisti sarebbe positivo (2,5)³.

2.3. Preferenza per il rischio

Si consideri un'impresa i cui attivi possono valere 60 oppure 10 con uguale probabilità. In caso di interruzione dell'attività, il valore di liquidazione dei singoli cespiti sarebbe pari a 40. L'impresa ha debiti per 50 con scadenza tra un anno. La Tabella 3 riepiloga i valori rilevanti.

TAB. 3 – Preferenza per il rischio

	Liquidazione	Continuità		
		50%	50%	Valore atteso
Attivo	40	10	60	35
Creditori	40	10	50	30
Azionisti	0	0	10	5

Debito = 50

In questo caso non vi è alcun progetto da valutare; anzi, il valore di liquidazione dei singoli cespiti è

³ Il problema di sotto-investimento può essere risolto tramite l'ingresso di un nuovo creditore con un grado di privilegio superiore a quello dei creditori esistenti. Si supponga, ad esempio, che un nuovo creditore accetti di finanziare il progetto (14) e di ricevere (col massimo grado di privilegio) 15. In questo caso, sia i creditori esistenti che gli azionisti sarebbero in posizione migliore: i primi riceverebbero 17 (invece di 10) nello stato del mondo peggiore, mentre i secondi riceverebbero 72 (invece di 65) nello stato del mondo migliore (senza sostenere alcun investimento aggiuntivo). Nella pratica l'ingresso di un nuovo creditore privilegiato rispetto a quelli esistenti non è sempre un'alternativa perseguibile.

superiore a quello (atteso) in continuità. Dal punto di vista dei creditori sarebbe dunque efficiente liquidare l'impresa: i creditori riceverebbero 40 e gli azionisti nulla. Gli azionisti opteranno invece per la continuità, poiché in quel caso vi è il 50% di probabilità di ricevere qualcosa.

2.4 Effetto della normativa sul comportamento dei debitori

Entrambi i problemi illustrati in precedenza (sotto-investimento e preferenza per il rischio) sono dovuti al comportamento degli azionisti, i quali cercano di massimizzare il proprio valore in caso di default (a scapito dei creditori). In linea teorica, dunque, si potrebbe ipotizzare che procedure per la gestione delle crisi che penalizzino di meno gli azionisti, possano anche limitare i problemi di sotto-investimento e di preferenza per il rischio. Le norme che rendono più facile la ristrutturazione del debito, aumentano il valore attribuito agli azionisti in caso di default e dunque dovrebbero disincentivare gli stessi azionisti dall'assumere comportamenti dannosi per i creditori. Si arriva così ad un risultato paradossale: una "eccessiva" tutela dei creditori sarebbe nociva, poiché, rendendo più difficoltosa la ristrutturazione del debito, incentiverebbe comportamenti inefficienti da parte degli azionisti. Un recente studio di Favara, Morellec, Schroth e Valta (FMSV, 2014) esamina il comportamento di 19.466 imprese in 41 paesi.

Per misurare la tutela dei creditori in ogni paese, gli autori utilizzano alcune delle variabili del sondaggio di DHMS (2008) illustrato nella sezione precedente. Ad esempio, tra le variabili considerate vi sono: i) la possibilità per i creditori garantiti di escutere le garanzie senza ricorrere al tribunale; ii) la possibilità per i creditori garantiti di escutere le garanzie anche dopo l'avvio di una procedura di liquidazione/riorganizzazione; iii) la rimozione del management all'avvio di una

procedura di liquidazione/riorganizzazione. Queste ed altre variabili sono sintetizzate in un indice che misura la probabilità che gli azionisti falliscano nel forzare i creditori alla rinegoziazione del debito: maggiore è il valore dell'indice, maggiore è la tutela dei creditori e minore è la probabilità che gli azionisti ricevano alcunché in caso di default.

Come illustrato in precedenza, i problemi di sotto-investimento e preferenza per il rischio nascono principalmente nelle imprese in crisi, in cui il conflitto azionisti-creditori è esacerbato. FMSV (2014) misurano la potenziale presenza dei due problemi con il prodotto di tre variabili: i) il grado di leva (misurato dal rapporto tra debito e attivo); ii) la probabilità di default; iii) il tasso di recupero atteso per i creditori⁴.

L'ipotesi è che una maggiore difficoltà a rinegoziare il debito riduca gli investimenti e aumenti il profilo di rischio, e ciò in misura tanto maggiore quanto più pronunciato è il conflitto tra azionisti e creditori. I risultati dell'analisi empirica di FMSV (2014) confermano questa ipotesi. Limitando l'attenzione alle imprese in cui il conflitto azionisti-creditori è elevato (quelle con probabilità di default maggiore del 50%) emerge che nei paesi in cui la rinegoziazione del debito è più facile (rispetto ai paesi in cui la rinegoziazione è poco probabile):

- i) il rapporto tra nuovi investimenti e immobilizzazioni è maggiore del 20%;
- ii) il tasso di crescita delle immobilizzazioni è maggiore del 56%;
- iii) il rischio (misurato dalla volatilità dell'EBITDA) è inferiore del 12%.

⁴ Un maggiore tasso di recupero per i creditori riduce il valore per gli azionisti in caso di default, aumentando gli incentivi al sotto-investimento e alla preferenza per il rischio.



Questi risultati confermano dunque l'idea che una normativa sulle crisi non del tutto sfavorevole agli azionisti possa, di fatto, favorire anche i creditori.

3. La normativa italiana sulla crisi d'impresa

3.1 Le modifiche della Legge Fallimentare

In Italia i crediti deteriorati verso imprese produttive sono oltre il 65% del complessivo stock attuale di NPLs; inquadrare i crediti deteriorati in termini tecnico giuridici implica, quindi, soprattutto comprendere il contesto legale relativo alla composizione della crisi di azienda, materia che dal 2007 è diventata di grandissima attualità e delicatezza in considerazione dell'intensità e della durata della crisi economico – finanziaria.

Gli strumenti di composizione della crisi di impresa nell'attuale ordinamento italiano sono disciplinati dalla cosiddetta Legge Fallimentare, così come modificata dagli interventi succedutisi in particolare dal 2005 al 2014; la materia inoltre ha visto impegnato di recente anche il Legislatore europeo con la Raccomandazione del marzo 2014⁵ volta a delineare un primo indirizzo generale su cui strutturare un quadro completo e uniforme del diritto sulla composizione della crisi di impresa a livello europeo.

La Raccomandazione della Commissione Europea del 2014, allo scopo di evitare che divergenze tra diritti fallimentari nazionali rischino di ostacolare la creazione di un contesto giuridico “efficiente” nel mercato dell'Unione Europea, mira a creare quei presupposti normativi per garantire alle imprese sane in difficoltà finanziarie l'accesso a un quadro legale nazionale dei paesi aderenti in materia di insolvenza tale da consentire alle stesse di ristrutturarsi.

La ristrutturazione – queste le ipotesi fissate dal Legislatore Europeo – deve intervenire “in fase precoce”, deve “evitare l'insolvenza”, deve massimizzare il valore per creditori, dipendenti, proprietari e per l'economia in generale dando una seconda possibilità all'“imprenditore onesto” che sia fallito.

Considerando l'indirizzo europeo, occorre preliminarmente osservare che gli strumenti di composizione della crisi di azienda in Italia sono contenuti in un Decreto che risale addirittura al 1942, (cosiddetta Legge Fallimentare, di seguito L.F., disciplinata nel Regio Decreto 267/1942), quindi in un corpo di norme “datato”, costruito in contesti economici e giuridici assai diversi dall'attuale; inoltre gli strumenti di composizione della crisi vengono a essere ricompresi in un corpo di norme che nasce per disciplinare in particolare il fallimento ovvero quella che dovrebbe essere considerata una procedura residuale, da attivare una volta che sia stato esperito inutilmente ogni altro tentativo finalizzato al salvataggio.

Si noti tuttavia che il Regio Decreto 267 in materia di soluzione concordata della crisi di impresa è stato modificato per ben otto volte negli ultimi otto anni (tanto che nel succedersi delle norme qualcuno ha definito i recenti interventi come “la riforma della riforma” degli anni 2005 e 2006); nella sostanza dopo i primi interventi di “ammodernamento”, ispirati al Chapter 11 americano, il Legislatore si è poi trovato, spinto dagli effetti della crisi economica e finanziaria iniziata nel 2007, a dover provvedere a più incisive articolazioni delle disposizioni in materia. Rimane il fatto che ad oggi, a fronte di una Raccomandazione della Commissione Europea in tema di insolvenza che richiede “un nuovo approccio” (tale è il titolo della Raccomandazione), in Italia la materia è governata da una serie di “innesti” sul corpo di un

⁵ Commissione Europea, 12 marzo 2014 – Raccomandazione della Commissione su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza

Regio Decreto in cui, pur nel puntuale raccordo con le procedure e regole preesistenti, la successione di interventi “nuovi” e di interventi correttivi ha comportato difficoltà di implementazione degli strumenti e di interpretazione tra gli operatori.

Bisogna dare atto che con tali innovazioni il Legislatore ha spostato sulla “continuità aziendale” e sulla “composizione della crisi” l’obiettivo della Legge Fallimentare che, invece, fino al 2005 era volto esclusivamente alla *par condicio creditorum* ovvero a presidiare regole puntuali per il riparto pro quota del ricavato della liquidazione dell’attivo.

Non a caso il primo e dirimente intervento del Legislatore Italiano del 2005 sull’esperienza del Chapter 11 americano in termini di soluzione negoziata e completamente stragiudiziale si fonda non tanto sulla descrizione puntuale del piano di risanamento quale strumento di composizione della crisi, ma sullo strumento in quanto deroga al principio delle revocatorie fallimentari .

Infatti la revocatoria fallimentare facendo riacquisire alla massa attiva gli atti compiuti dal fallito fino a due anni dalla sentenza dichiarativa di fallimento rappresentava il maggior presidio alla *par condicio creditorum* ma anche il principale ostacolo alla “collaborazione” dei creditori – anche tramite accordi stragiudiziali – ai “salvataggi” di azienda; è proprio su questa prima “revisione” della revocatoria – varata dal Legislatore nel 2005 – che è iniziato il processo volto a contemperare l’interesse primario del creditore a essere ripagato in *par condicio* con l’interesse generale (quindi anche del creditore specifico) alla salvaguardia del valore economico, patrimoniale e sociale della azienda tramite soluzioni concordate .

3.2 L’attuale quadro normativo

Per effetto del succedersi degli interventi normativi citati, oggi il quadro di riferimento per la composizione della crisi di impresa si sviluppa, in sostanza, intorno a tre principali istituti:

- il piano attestato di risanamento
- l’accordo di ristrutturazione dei debiti
- il concordato preventivo

La legge fallimentare disciplina anche altre procedure giudiziali non focalizzate sulla composizione della crisi quali

- il fallimento (e concordato fallimentare)
- la liquidazione coatta amministrativa

Il ruolo delle banche come creditori è tanto più “attivo” quanto minore è la gravità del dissesto e questo in quanto l’impostazione attuale della norma fa sì che laddove non ci sia composizione della crisi il presidio del Tribunale debba essere completo (fallimento, concordato fallimentare, liquidazione coatta amministrativa); peraltro in queste procedure le percentuali di recupero per i creditori sono (storicamente) bassissime.

Anche negli strumenti di composizione della crisi il ruolo del creditore bancario è speculare al presidio del Tribunale (assente per esempio nel piano di risanamento, strumento esclusivamente stragiudiziale e privatistico) che diventa via via maggiore fino a limitare il ruolo del creditore alla sola votazione nel concordato preventivo .

Ognuno degli strumenti di composizione della crisi – su cui andiamo a soffermarci proprio in considerazione di un ruolo attivo delle banche nel confronto con l’azienda in dissesto - si compone di:



- proposta del debitore (o meglio, dei suoi advisors) comprensiva di Business Plan e relativa manovra finanziaria,
- relazione di asseverazione di un esperto (con adeguati requisiti di indipendenza e terzietà).

La suddetta relazione riveste un ruolo centrale: essa ha lo scopo di verificare e certificare l'attendibilità e la veridicità dei dati aziendali (e di tali certificazioni l'asseveratore può essere chiamato a rispondere, anche penalmente), nonché la realizzabilità del piano, contribuendo così a dare maggiore serietà e attendibilità alla proposta del debitore ai fini della valutazione da parte dei creditori; tale relazione risulta altresì indispensabile per ottenere l'esenzione dalla revocatoria fallimentare e l'esimente per le fattispecie dei reati fallimentari (art. 217 bis della Legge Fallimentare).

L'attuale quadro legale degli strumenti di composizione della crisi può essere riassunto nella Tabella 4.


TAB. 4 – Quadro legale in materia di gestione della crisi d'impresa

Strumento giuridico	Fattori chiave
Piano di Risanamento (art. 67 Legge Fallimentare, comma 3, lettera d)	➤ Natura: privatistica ➤ Contenuto: non liquidatorio ➤ Tempistica: nessuna previsione specifica ➤ Organi giudiziari: nessun coinvolgimento ➤ Pubblicità (Registro Imprese): facoltativa (può essere operata a fini fiscali) ➤ Prededucibilità Nuova Finanza: No ➤ Sospensione effetti delle perdite sul capitale: No
Accordo di Ristrutturazione (art. 182 bis Legge Fallimentare)	➤ Natura: privatistica, salvo la fase dell'omologa ➤ Contenuto: anche liquidatorio ➤ Tempistica: nessuna previsione specifica, salvo i termini di opposizione al provvedimento di omologa ➤ Organi giudiziari: omologa dell'accordo (verifica maggioranze e termini di pagamento dei creditori dissenzienti) ➤ Pubblicità (Registro Imprese): Sì ➤ Prededucibilità Nuova Finanza: Finanza in funzione della presentazione dell'Accordo: Sì, a determinate condizioni Finanza in esecuzione dell'Accordo: Sì ➤ Sospensione effetti delle perdite sul capitale: Sì
Pre Concordato (o concordato in bianco o concordato con riserva) – Art. 161 Legge Fallimentare, comma 6	La società in crisi può rivolgersi al Giudice con una semplice istanza riservando in un successivo momento la presentazione di un Piano Concordatario o di un Accordo di Ristrutturazione. Il Giudice assegna un termine (60 o 120 giorni, estensibile di altri 60) Dalla data di ammissione il debitore viene tutelato da azioni contro il patrimonio (<i>automatic stay</i>) e vengono sospesi gli effetti delle perdite sul capitale
Concordato preventivo liquidatorio (da art. 160 ad art. 186 Legge Fallimentare)	➤ Natura: procedura giudiziale ➤ Contenuto: liquidatorio ➤ Tempistica: prevista dalla Legge Fallimentare per tutte le fasi della procedura ➤ Organi giudiziari: pieno coinvolgimento dalla proposta all'omologa ➤ Pubblicità (Registro Imprese): Sì ➤ Prededucibilità Nuova Finanza: Finanza in funzione della proposta di concordato: Sì, a determinate condizioni Finanza in esecuzione della proposta di concordato: Sì ➤ Sospensione effetti delle perdite sul capitale: Sì ➤ La proposta va approvata dalla maggioranza dei creditori e dalla maggioranza delle classi ➤ Se omologato, il concordato vincola tutti i creditori, anche i dissenzienti
Concordato preventivo in continuità (art. 186 bis Legge Fallimentare; valgono le norme di cui agli articoli da 160 a 184 Legge Fallimentare)	Tipologia di concordato che prevede il soddisfacimento dei creditori non con la liquidazione dell'attivo ma con i flussi di cassa rivenienti dalla prosecuzione dell'attività aziendale: può essere prevista la cessione dei beni non funzionali all'esercizio di impresa



L'adozione di uno dei diversi strumenti viene solitamente preceduta da una fase di negoziazione del debitore in crisi con i creditori, segnatamente le banche (che in genere rappresentano l'elemento più consistente delle fonti di finanziamento) e talvolta i fornitori strategici.

Il riconoscimento dei segnali della crisi e l'apertura del tavolo negoziale è un momento fondamentale nella gestione della crisi; troppo spesso il management (che in Italia solitamente coincide con il socio) apre al confronto con i creditori quando le situazioni sono talmente deteriorate (sia industrialmente, sia finanziariamente) da pregiudicare anche approcci virtuosi di ristrutturazione.

Il management segnala formalmente la presenza di uno stato di difficoltà finanziaria convocando i creditori e richiedendo una sospensione dei pagamenti per avere il tempo di procedere alla redazione di un adeguato piano e connessa manovra finanziaria; tale richiesta di sospensione (il cosiddetto *stand still*) è solitamente accompagnata da una richiesta di conferma di disponibilità delle banche nel far utilizzare le linee di fido accordate.

Tale ultima situazione riveste profili non secondari per le banche perché in situazione dichiarata di difficoltà anche la sola conferma delle linee accordate (e non solo la nuova erogazione di finanza) può essere inquadrata, senza le adeguate cautele, come ricorso abusivo al credito; per contro, adeguata cautela va presa anche per non incorrere nell'opposta fattispecie di interruzione abusiva del credito.

Ancorché i casi in cui le banche siano state chiamate a rispondere di ricorso abusivo o interruzione abusiva di credito siano veramente limitati, le stesse sono solite farsi assistere sin dall'apertura del tavolo negoziale da un advisor legale (di provato standing e specializzazione) cui spetta adottare quelle cautele tali da non rendere

l'atteggiamento dell'intermediario censurabile ex post. Nell'esperienza concreta, poi, all'advisor legale compete anche il ruolo di fluidificare i rapporti tra creditori bancari – che hanno esposizioni e security packages vari e diversificati – al fine di trovare una posizione comune sulla proposta del debitore, oltre che assistere le banche nelle negoziazioni e nella stesura dei relativi contratti.

Le banche si sono trovate a fronteggiare il contesto della grave crisi economica e finanziaria del 2007 senza aver adeguatamente sperimentato gli strumenti introdotti nel 2005 e nel 2006 e spesso senza essersi adeguatamente strutturate per un approccio al restructuring, mestiere che risulta senz'altro diverso dall'ottica del Business e comunque fundamentalmente estraneo anche agli approcci del Workout.

Si può sostenere che le prassi sono andate consolidandosi sulla traccia del Codice di Comportamento promosso dall'ABI nel 2000 e sulle esperienze di volta in volta maturate sui singoli tavoli di negoziazione, prassi che poi hanno trovato momenti di sintesi nelle Linee Guide pubblicate dall'Assonime (nel 2008, nel 2010 e nel 2014).

Ad oggi praticamente tutte le banche italiane hanno proprie strutture di *restructuring*, ancorché variamente organizzate, cui è demandata la rappresentazione della posizione della singola banca al tavolo negoziale, la valutazione del Piano e la negoziazione dei termini della manovra.

Una volta aperto il tavolo di confronto con i creditori, diventa necessario stabilire quale sia lo strumento normativo più idoneo al caso specifico (anche per le tutele civili e penali dell'operatività di una azienda in stato di crisi): è necessario quindi che siano valutati (in primo luogo dall'imprenditore, ma soprattutto dagli advisors) una serie di elementi quali per esempio l'obiettivo della ristrutturazione, il fabbisogno di liquidità, il



numero e le caratteristiche dei creditori, il rischio di perdita della continuità aziendale, le azioni esecutive (potenziali o già in corso).

Di seguito una sintetica descrizione degli strumenti

3.3 Il piano di risanamento

Il piano di risanamento – previsto all’art. 67 L.F. comma 3 lettera d (ovvero nel corpo dell’articolo che disciplina la revocatoria fallimentare) è uno strumento privatistico che vincola la società e i soli creditori aderenti. Lo strumento, apprezzato proprio perché non coinvolge Organi Giudiziali e non contempla forme obbligatorie di pubblicità, assicura una notevole “snellezza” nelle negoziazioni ed è volto specificatamente al riequilibrio della esposizione debitoria; si adatta, pertanto, a quelle società che, per superare il temporaneo momento di difficoltà finanziaria e non entrare in crisi, devono ritrovare una coerente composizione delle fonti rispetto all’attivo e flussi di cassa sufficienti al regolare servizio del debito.

Il piano di risanamento mira a preservare la continuità aziendale e non può pertanto adattarsi a percorsi liquidatori o a situazione di profondo dissesto; come per ogni piano è necessario che sia svolto a monte uno scrupoloso esame del business model e dei razionali industriali per capire se gli interventi richiesti ai creditori dalla manovra finanziaria (nuova finanza, conferma delle linee accordate, consolidamenti, riscadenzamenti, repricing) siano adatti al superamento delle cause che hanno determinato la crisi e siano concretamente attuabili.

3.4. L’accordo di ristrutturazione

L’accordo di ristrutturazione, previsto all’art. 182 bis L.F., è – come il piano di risanamento ex art. 67 L.F. - un accordo di natura privatistica anche con scopo liquidatorio, ma soggetto a pubblicità

presso il Registro delle Imprese e controllo del Tribunale ai fini dell’omologa.

Dal momento della pubblicazione dell’accordo opera il divieto per i creditori di iniziare o proseguire azioni esecutive (come per l’*automatic stay* statunitense); è facoltà del debitore richiedere tale copertura anche in un momento anticipato ma la richiesta andrà esperita secondo le modalità previste dalla Legge .

Il Tribunale verifica la regolarità formale e documentale, la maggioranza di legge (i creditori aderenti devono essere pari almeno al 60%) e l’idoneità del Piano a pagare i creditori non aderenti entro 120 giorni dall’omologa se il credito è scaduto o entro 120 giorni dalla scadenza, se la stessa è successiva all’omologa.

Eventuale nuova finanza (anche se erogata in tempi precedenti all’omologa nel rispetto delle stringenti previsioni degli art. 182 quater, comma 2) è considerata prededucibile in caso di successivo fallimento (art. 111 L.F.), elemento questo che caratterizza l’accordo di ristrutturazione e lo distingue dal piano di risanamento dove ogni intervento di mezzi freschi non gode di tale copertura.

Tale aspetto non è secondario perché la prededucibilità rappresenta un forte incentivo a erogare la nuova finanza (molto spesso richiesta alle stesse banche esposte), indispensabile, in molti contesti di ristrutturazione, per far “ripartire” l’azienda.

Il Legislatore ha distinto la disciplina della “nuova finanza” in finanza ante e post omologa; mentre la finanza post omologa (quindi “in esecuzione” dell’Accordo) è sempre prededucibile ai sensi dell’art. 182 quater comma 1, la nuova finanza “prima” dell’Accordo non ha alcuna copertura se l’Accordo non viene omologato e il giudice non ne riconosca la prededucibilità con il decreto di omologa (abbia quindi attribuito alla nuova



finanza valenza “in funzione” della presentazione dell’accordo) ex art. 182 quater L.F. comma 2.

Tale disciplina degli art. 182 quater comma 1 e 2 è vigente anche per le proposte di concordato preventivo.

3.5 Il concordato preventivo

Il concordato preventivo – previsto dall’art. 160 L.F. – è una vera e propria procedura concorsuale, con investitura piena del Tribunale che nomina giudice delegato e commissario. I creditori possono essere suddivisi in classi – per posizione giuridica ed interessi economici omogenei – riservando alle diverse classi trattamenti diversi e la proposta è accolta se votata favorevolmente dalla maggioranza di creditori e classi; il non voto si considera voto favorevole.

A differenza degli altri strumenti esaminati, il concordato – in esito al decreto di omologa – vincola tutti i creditori, anche i dissenzienti che hanno possibilità di proporre comunque opposizione nei termini di legge.

Il concordato preventivo solitamente è di tipo liquidatorio; con la Legge 134/2012 è stato introdotto l’art. 186 bis L.F. che prevede una forma di concordato in continuità, ovvero una proposta presentata secondo i canoni di cui all’art. 160 L.F. e seguenti ma in cui il ripagamento dei creditori riviene dai flussi di cassa prodotti dalla continuazione dell’attività aziendale.

Tale forma di concordato esisteva anche prima della Legge 134 (noto come concordato di risanamento), ma con la Legge 134 lo strumento è stato articolato nel dettaglio.

La possibilità per il debitore di procedere a una proposta di concordato preventivo in continuità passa attraverso una serie di requisiti:

- il piano deve contenere (anche) un’analitica indicazione dei costi e dei ricavi attesi dalla prosecuzione

dell’attività, nonché l’indicazione delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura;

- il piano in continuità deve essere funzionale al miglior soddisfacimento dei creditori e tale funzionalità deve essere specificatamente asseverata.

Se tali requisiti sono presenti, il piano può prevedere anche degli strumenti aggiuntivi rispetto a un concordato liquidatorio, in particolare può prevedere

- la continuità dei contratti in corso di esecuzione alla data del deposito del ricorso, i quali non si risolvono nemmeno in presenza di patti contrari che lo prevedano;
- una moratoria sino ad un anno dall’omologazione per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca (salvo che sia prevista la liquidazione dei beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione)

Sulla base delle esperienze dirette negli anni della crisi in merito alla adozione degli strumenti sopra descritti, con Legge 98/2013 (legge che converte il D.L. n. 69 del giugno 2013) il Legislatore ha varato una serie di interventi più incisivi atti a concedere all’azienda in crisi una più ampia tutela dalle aggressioni contro il patrimonio durante le trattative ed anche una più ampia facilità di manovra, integrando le disposizioni esistenti, in termini di individuazione dello strumento e predisposizione della proposta; aspetti questi che avrebbero consentito percorsi virtuosi di uscita dalla crisi.

La nuova normativa è contenuta principalmente nella formulazione dell’art. 161 L.F. comma 6 (e in una serie di norme di raccordo e di



integrazione) che consente – con maggiore aderenza alle procedure di cui al Chapter 11 americano – al debitore di presentare al Tribunale un semplice ricorso per l’accesso al cosiddetto concordato con riserva (o pre concordato o concordato in bianco) e di godere dell’*automatic stay* con efficacia immediata (e anche a valere su atti precedenti) fino al termine fissato dal Giudice; inoltre lo strumento permette quello che nelle Raccomandazioni Assonime viene definito il “percorso a X” fra concordato preventivo e accordo di ristrutturazione, ovvero una fase di “osmosi fisiologica” da uno strumento all’altro nella fase delle trattative con i creditori.

L’impresa può infatti iniziare trattative protette verso un accordo di ristrutturazione ex art. 182 bis e passare poi a un concordato preventivo (gli effetti protettivi non si interrompono) se lo strumento dell’accordo non si rilevi più idoneo; può anche verificarsi il percorso inverso laddove, a fronte delle prime trattative nel termine concesso dal giudice, il debitore ritenga, rispetto a una prima ipotesi di proposta concordataria, di avvalersi di un accordo di ristrutturazione quando l’obiettivo si possa raggiungere con questo strumento “più leggero”.

Durante il periodo intercorrente tra l’ammissione del ricorso e il termine fissato dal Giudice l’azienda può proseguire solo l’ordinaria amministrazione e deve assolvere gli obblighi informativi fissati dal Giudice.

I pagamenti di creditori pregressi e gli atti di straordinaria amministrazione passano attraverso il vaglio del Tribunale.

Inoltre il debitore può richiedere di sciogliersi dai contratti in corso (o sospenderne l’efficacia per sessanta giorni) che si rilevino dannosi ai fini del perfezionamento della proposta. In tal caso il contraente in bonis non può che subire lo scioglimento del contratto e avrà diritto solo a un indennizzo che sarà comunque considerato credito

anteriore (e quindi soggetto a falcidia in caso di concordato).

3.6 Le riforme in corso: la commissione voluta dal Ministro Orlando e le aspettative degli operatori

Nel gennaio di quest’anno si è insediata, voluta dal Ministro della Giustizia Andrea Orlando e presieduta dal Presidente di Sezione della Corte di Cassazione Renato Rordorf, una commissione di esperti con l’obiettivo di analizzare l’attuale normativa in materia di crisi di impresa.

L’obiettivo maggiormente sentito (e atteso dagli operatori del settore) consiste nel raccogliere le esperienze italiane in ambito di procedure di composizione della crisi di impresa negli anni compresi tra il 2010 e il 2014 per monitorarne gli effetti e, analizzato il complesso delle norme attualmente in vigore, provvedere a un intervento di riordino di ampio respiro. Inoltre ad oggi, rispetto ai vari interventi di riforma della legge fallimentare dal 2006, le aspettative degli operatori sono concentrate non solo sul varo di strumenti validi per gestire la crisi di azienda ma anche su soluzioni efficaci in termini di *exit strategies*.

Particolare attesa poi c’è nel mondo delle banche, che auspicano soluzioni normative che si rivelino complementari ad altri strumenti (alcuni, come vedremo, già messi in campo dal Governo) per la gestione dello stock degli NPLs stratificati in questi anni di crisi nei loro bilanci.

Ad oggi, per quanto è dato sapere (il Presidente Rordorf rimane persona cauta e moderata in ogni sua dichiarazione) il lavoro della Commissione è stato suddiviso tra diverse sottocommissioni cui stanno collaborando molteplici “tecnici” del settore per arrivare poi ad assemblare un intervento normativo di razionalizzazione e semplificazione che potrebbe essere raccolto in un nuovo Testo Unico della legge fallimentare in



Italia superando le inefficienze di continue revisioni e integrazioni del vecchio impianto del Regio Decreto 267/42.

Il punto di partenza del lavoro della Commissione è la rilevazioni degli esiti delle procedure concorsuali negli anni più recenti, in particolar modo l'efficacia dello strumento del concordato con riserva; tale strumento - introdotto nel 2013 al fine di allargare e rafforzare l'*automatic stay* e consentire al debitore la definizione di un piano volto alla salvaguardia della continuità aziendale o quantomeno a una massimizzazione degli attivi con soluzioni concordate della crisi - è stato molto spesso "abusato" (tanto è vero che il decreto istitutivo della commissione fa riferimento all'adozione delle "conseguenti misure funzionali") determinando in molti casi solo una ulteriore dilazione dei tempi del processo di liquidazione forzata dell'azienda limitando l'efficacia di procedure concorsuali già di per sé lunghe e costose.

Non si possono sottacere taluni effetti distorsivi che hanno consentito, in qualche caso, all'imprenditore in crisi di lasciare i debiti in capo a società decotte (con costi sociali altissimi per i creditori, non solo banche ma anche imprese fornitrici e Fisco) e riprendere l'attività con diversa ragione sociale.

Se il decreto istitutivo della Commissione conferma l'esigenza di individuare strumenti per il più ampio supporto alle esigenze di continuità aziendale con incentivazione dello strumento di concordato preventivo in continuità, i fenomeni sopra descritti hanno riportato l'attenzione sul momento di emersione della crisi: ecco perché nelle more dell'esito dei lavori della Commissione presieduta Rordof (il quale ha di recente auspicato che interventi portati avanti da ministeri diversi non finiscano per concretizzare un "effetto di spiazzamento") il ministero dell'Economia, di concerto con Banca d'Italia, potrebbe varare nel

brevissimo, con strumento normativo ad hoc, la cosiddetta procedura di "allerta".

La mancanza dei risultati che si sperava di conseguire con il concordato con riserva viene difatti ascritta in particolare alla resistenza del debitore a palesare situazioni di dissesto e alla mancanza di meccanismi nel nostro ordinamento (peraltro meccanismi che fanno parte della normativa di paesi a noi vicini, come per esempio la Francia) tali da scattare automaticamente quando una azienda manifesti segnali concreti di difficoltà (dal mancato pagamento di rate di finanziamenti bancari, a tasse o contributi previdenziali). In tali situazioni, la procedura di allerta, portata all'attenzione del Giudice o della Camera di Commercio, imporrebbe al debitore la figura di un professionista di comprovata esperienza da affiancare al management, auspicabilmente per superare le difficoltà o in alternativa per traghettare il debitore verso un ordinato percorso di composizione della crisi attraverso gli strumenti previsti dall'ordinamento.

Il complemento naturale di questo meccanismo di allerta può già essere considerato attivo ed è contenuto nel cosiddetto "Decreto Banche" (*misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti*) convertito in Legge 33 del 24 marzo 2015; infatti, se con il meccanismo di allerta si vuole intercettare i segnali della crisi prima che la stessa diventi irreversibile, con la costituzione della "società di servizio per la patrimonializzazione e la ristrutturazione delle imprese" (prevista all'art.7 della legge), comunemente detta Spa di *turnaround* (capitale minimo Euro 830 milioni, tra i soci CdP, Inail, gruppi bancari e investitori privati), si vuole assicurare uno strumento agile, "di mercato", che consenta il rilancio di imprese - tramite la ridefinizione della struttura finanziaria o una più adeguata patrimonializzazione o comunque interventi di ristrutturazione - in temporaneo



squilibrio patrimoniale/finanziario ma caratterizzate da adeguati fondamentali industriali e di mercato.

La spa di turnaround non avrà specializzazione di settore, ma escluderà immobiliare e finanziario.

Come detto lo strumento, nelle intenzioni del Governo, dovrà essere “di mercato” ecco perché è stato aperto a capitali privati - tutelati da una rigida disciplina sul conflitto di interesse - che ancorché in minoranza avranno un forte potere in termini di governance e scelta degli investimenti (anche per non ripetere gli errori del passato legati all’esperienza IRI).

Se tali iniziative del governo sono funzionali a gestire con anticipo i primi segnali di deterioramento e mirati processi di turnaround, il vero “nodo” da sciogliere in Italia attiene a una soluzione sullo stock di NPLs stratificatosi nei bilanci delle banche; 350 miliardi di euro di NPLs negli attivi delle banche sono difatti un freno al rilancio delle erogazioni di credito e quindi anche alla ripresa economica e, ancorché a più riprese si richieda una provvedimento “di sistema” (come la *bad bank* di cui si parlerà più avanti in questo numero di OM), tutti gli operatori sono convinti che ogni soluzione potrà essere efficace solo se, anche in questo caso come per la società di turnaround, il tema sarà affrontato in ottica “imprenditoriale”.

Nello specifico gli NPLs vanno gestiti e non semplicemente ripuliti dai bilanci delle banche; se questo non si riesce a fare in Italia è perché ad oggi nel nostro Paese non esiste un adeguato mercato secondario (le transazioni in NPLs nel 2014 ammontano a circa Euro 7,5 miliardi, cifra trascurabile sul totale complessivo) in considerazione di un significativo gap tra il prezzo che gli investitori specializzati sono disposti a pagare e il prezzo a cui le banche sono disposte a vendere.

In esito ad Asset Quality Review (AQR) tra il 2013 e il 2014 le banche hanno già provveduto a svalutare queste partite in maniera importante; per incentivare le banche ad abbassare ulteriormente i valori di carico il Ministero dell’Economia sta studiando la fattibilità di un intervento volto a consentire alle banche la deducibilità in un anno delle rettifiche su crediti. L’argomento è molto dibattuto per una serie di motivi.

Oggi in tutti i Paesi di Europa le rettifiche su crediti sono integralmente deducibili nell’anno di rilevazione; in Italia, invece, la rettifiche sono deducibili solo fino ad una certa soglia e gli importi eccedenti tale soglia sono deducibili in 5 anni (fino al 2012 addirittura in 18 anni).

L’impossibilità di dedurre integralmente le rettifiche su crediti genera DTA - ovvero Deferred Tax Assets, crediti per imposte differite che hanno un effetto significativo anche sulle soglie di patrimonializzazione previste da Basilea 3 (ma che sono appunto un fenomeno per lo più sconosciuto nel resto della comunità europea); non potendo dedurre integralmente le rettifiche su crediti una banca potrebbe posticipare la rilevazione delle perdite attese fino al momento in cui le stesse si materializzano (e diventano quindi integralmente deducibili), per contro, con la deducibilità nell’anno di competenza, le banche potrebbero essere incentivate a svalutare i crediti per pagare meno tasse con l’effetto implicito di abbassare i valori di carico avvicinando i valori di offerta alla potenziale domanda degli investitori in NPLs.

Allo stesso tempo, è evidente che – a parte l’inevitabile polemica di chi vedrebbe nell’intervento del Governo un “regalo” alle banche in una fase di stentata ripresa - con tale manovra le entrate statali perderebbero (a una



prima stima) circa tre miliardi all'anno per tre anni.

La soluzione allo studio del Ministero dell'Economia potrebbe concretizzarsi nel breve in una formula più "diluata" che preveda, almeno in un primo tempo, un riscadenzamento della deducibilità per avere poi a regime un trattamento fiscale coerente e allineato con quanto avviene in Europa.

Il tema della deducibilità delle rettifiche su crediti e dei conseguenti valori di carico in bilancio è significativo proprio per introdurre il tema delle iniziative da intraprendere per un efficiente mercato secondario degli NPLs; l'*exit strategy* per gli NPLs non può essere (o almeno non lo è in prima battuta) la bad bank perché il problema dei crediti deteriorati non è tanto la complessità dello strumento con cui gestirli quanto la loro scarsa o inesistente negoziabilità ad oggi sul mercato e questo sostanzialmente perché in Italia le procedure per riscuotere (anche in via parziale) un credito sono lunghe e "farraginose" (così il Governatore della Banca d'Italia nella recente Relazione sulla gestione di maggio 2015) e lo sono anche per creditori garantiti.

In Italia in media una procedura, che peraltro comporta sempre costi significativi, si conclude dopo sette anni, per escutere una garanzia immobiliare possono occorrere anche tre anni ed il fattore tempo è fondamentale per investitori interessati a questo tipo di crediti; minore è il tempo di realizzo, più è facile attribuire il prezzo e aumentare le transazioni. Inoltre minore è il tempo di realizzo, minori saranno gli impatti dello sconto e maggiore sarà il prezzo e quindi il tasso di recupero.

Sul fattore "tempo" e "semplificazione" delle procedure si concentrano quindi le maggiori aspettative di intervento da parte del Legislatore (mentre gli investitori rimangono alla finestra) ed infatti, tra i provvedimenti previsti negli obiettivi

della Commissione Rordorf - immediatamente dopo le misure di supporto alla continuità aziendale e all'incentivazione del concordato preventivo in continuità - c'è quello della "accelerazione dei procedimenti liquidatori".

Tra le misure in campo in tal senso vi è la revisione della regolamentazione delle vendite all'incanto dei beni del debitore inadempiente. Se un immobile va all'asta e questa va deserta in Italia occorrono mesi prima che venga indetta una nuova asta e mediamente occorrono almeno quattro aste per cedere un bene; tempi e procedure che sono troppo lunghe e per le quali sono allo studio meccanismi più flessibili, sempre nel rispetto della trasparenza.

Per lo stesso criterio è auspicabile una operatività più snella del concordato cosiddetto "chiuso", dove cioè è il debitore a portare un interesse all'acquisto (*binding*) dei propri assets; verificando in tempi brevi che l'offerta in campo risulti la migliore offerta che il mercato può esprimere, la procedura può essere chiusa in tempi brevi e senza aggravio di spese.

Ci sono comunque altre iniziative che si possono mettere in campo per "facilitare" le procedure e aumentare l'efficacia di un mercato secondario: infatti, nello sforzo di consentire al debitore la possibilità di operare per salvaguardare la continuità aziendale, i recenti interventi normativi in materia di Legge fallimentare hanno "trascurato" la posizione del creditore.

Ad oggi del modello americano del Chapter 11 abbiamo importato l'automatic stay ma non quegli elementi "correttivi" lato creditore; in ogni istituto di composizione della crisi di impresa, l'iniziativa è sempre in mano al debitore che (anche quando l'*equity* è pacificamente azzerato) rimane l'unico titolato a esporre, nelle sedi competenti, la proposta (sia essa stragiudiziale o concordataria); la legge non disciplina alcun automatismo che consenta al creditore di avere voce in capitolo in



tema di governance (troppo spesso le ristrutturazioni sono state proposte e negoziate dallo stesso management pre crisi). Anche la conversione di debiti in equity va approvata dall'assemblea (e quindi decisa solo dal socio)

Mancando al creditore gli strumenti per forzare tali situazioni, il suo credito è meno appetibile per investitori specializzati in situazioni "distressed" (che invece mirano proprio alla governance).

Soprattutto, ad oggi la normativa italiana, lasciando l'iniziativa sempre al debitore in crisi, non ha ancora previsto la proposta concorrente (*l'adversary proceeding* di scuola americana), ovvero quel piano che può essere presentato da uno o più creditori (o addirittura da un terzo che ne sia legittimato) ed adottato qualora si riveli il più adatto alla tutela degli interessi dei creditori.

La possibilità di proporre soluzioni alternative avrebbe anche l'immediato benefico effetto di neutralizzare il rischio che il debitore effettui proposte non in linea con i reali valori in campo; difatti i creditori, che nel concordato oggi intervengono solo con il voto, si trovano il più delle volte costretti ad accettare la proposta anche con falcidie significative poiché l'alternativa è affrontare il recupero del credito in procedure fallimentari (durata media sette anni con percentuali di recupero statisticamente valutate in circa 14% del credito, senza contare che l'azienda cessa di esistere)

Tali importanti innovazioni richiederanno sicuramente uno sforzo normativo della Commissione Rordorf che passa da una diversa regolamentazione dei finanziamenti bancari garantiti da pegno su azioni di PMI, da una disciplina della "proposta concorrente" nel concordato e da nuove regole per l'*enforcement* delle garanzie, tutti temi ricompresi tra gli obiettivi del decreto di istituzione della Commissione; tali innovazioni, tuttavia, per essere efficaci dovranno essere accompagnate anche da

un cambio di mentalità soprattutto del creditore bancario - quasi sempre il maggior creditore esposto - nel gestire il confronto con l'azienda in crisi in maniera diversa rispetto al recente passato dove la negoziazione è stata più orientata a determinare termini e condizioni di manovre finanziarie richieste dal debitore, piuttosto che essere improntata a condividere strategie di *turnaround* ed *exit*.

Ad oggi le banche si tengono lontano da conversioni "piene", attuando le conversioni nei limiti in cui le stesse siano indispensabili a ricostituire i mezzi propri dell'azienda in crisi riservandosi solo limitati diritti connessi non tanto ad "azioni" quanto a "strumenti finanziari partecipativi" che sono ritenuti comunque strumenti utili a tenersi al riparo da responsabilità tipiche del socio che potrebbero essergli imputate ex post; al momento, la conversione di crediti in capitale di società in "temporanea difficoltà finanziaria" è disciplinata e consentita nel rispetto di quanto contenuto nelle Istruzioni di Vigilanza di Banca di Italia (parte II, capitolo 1 Sezione IV) In tale contesto l'imprenditore ha tutto l'interesse a ritardare il momento in cui perderà il controllo dell'azienda e le banche rimangono resistenti a diventare azioniste "de iure"; l'effetto delle due derivate è spesso una azienda in continua crisi di liquidità, incapace di investire e con gravi carenze di governance il cui esito è la liquidazione forzata; è una perdita di competitività che si riflette sul Paese.

Se il nuovo contesto normativo si rivelerà di supporto, saranno sempre di più in casi in cui le ristrutturazioni di aziende in crisi - specie se saranno avviate in fase precedente a un irreversibile deterioramento industriale e finanziario - passeranno attraverso lo *step to equity* dei creditori finanziari ovvero conversioni di strumenti di credito in strumenti di capitale che, in un contesto economico in ripresa ed in un



mercato degli NPLs più efficace siano poi per le banche adeguati strumenti di exit per il tramite di investitori specializzati.

4. Conclusioni

In questo lavoro sono stati analizzati gli effetti economici della normativa in materia di crisi d'impresa sia sull'efficienza della gestione del default, che sul comportamento del debitore in crisi. E' stato inoltre illustrato l'attuale quadro normativo italiano e le prospettive di riforma.

Quanto agli effetti economici della normativa, parrebbe di poter concludere che l'efficienza della soluzione del default non dipenda tanto dalle caratteristiche della procedura, ma dal contesto istituzionale in cui è adottata. Così, procedure complesse che richiedono rilevanti ed estesi interventi degli organi giurisdizionali possono funzionare benissimo se gli apparati pubblici sono efficienti e produrre invece un esito sub-ottimale in un contesto inefficiente. Dunque, la valutazione di ogni riforma non può prescindere dal contesto istituzionale in cui verrà applicata.

In quest'ottica sembrerebbe doversi leggere il "nuovo approccio" suggerito dalla Raccomandazione della Commissione Europea del marzo 2014. Gli obiettivi del "nuovo approccio" (intervento precoce, mantenimento della continuità aziendale, massimizzazione del valore per creditori, dipendenti, *azionisti*, etc.) sono certamente condivisibili. Tuttavia, in presenza di contesti istituzionali molto eterogenei (tra i diversi paesi e anche nell'ambito del medesimo paese), potrebbe non essere ottimale perseguire tali obiettivi mediante l'armonizzazione dei diritti fallimentari nazionali.

Riferimenti bibliografici

ABI, (2000), Codice di comportamento tra banche per affrontare i processi di ristrutturazione atti a superare le crisi di impresa

www.promem.it/ris/.../00RIS_ABI_CodiceComportamentoCrisi

Assonime, (2014), Linee Guida per il finanziamento delle aziende in crisi

<http://assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?id>

Commissione Europea, 12 marzo 2014,

Raccomandazione della Commissione Europea su un nuovo approccio al fallimento delle imprese e all'insolvenza

http://ec.europa.eu/justice/civil/files/c_2014_1500_it

Djankov S., Hart O., McLiesh C., Shleifer A.,

(2008), Debt enforcement around the world, *Journal of Political Economy*, 116(6), pp. 1105-1149

Favara G., Morellec E., Schroth E., Valta P. (2014), Debt renegotiation and investment decisions across countries, Federal Reserve Board, wp

Jensen M., Meckling W., (1976), Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.

Myers S., (1977), Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics* 5, pp. 147-175.

3. LA GESTIONE DEI CREDITI DETERIORATI: UN'ANALISI DELLE PRINCIPALI SOLUZIONI*

Introduzione

Nel corso del 2015, anche a seguito di uno studio del FMI¹, si è intensificato il dibattito sulle modalità attraverso le quali gestire e ridurre il peso dei crediti deteriorati negli attivi delle banche italiane. Infatti, a partire dal 2007, l'incidenza dei crediti deteriorati – definiti anche Non-Performing Loans, NPL - sul totale dei crediti è cresciuta a tassi molto elevati e ha raggiunto a fine 2014 l'importo di 350 miliardi di euro pari al 17,7% del totale dei crediti, 197 miliardi dei quali (pari al 10%) sono rappresentati da sofferenze.

La crescita dei crediti deteriorati, diversamente da quanto accaduto in altri paesi, ha interessato soprattutto i prestiti alle imprese: a fine 2014 le sofferenze delle società non finanziarie e delle famiglie produttrici ammontano, secondo i dati di fonte Centrale dei rischi, a 136,2 miliardi (si veda Cap. 1 di OM) che si riducono a 101,2 miliardi se si escludono le società del settore edilizia. Tale crescita ha interessato, pur con qualche distinguo, tutte le banche italiane, indipendentemente dalle loro dimensioni.

La presenza all'interno dei portafogli crediti di una percentuale molto elevata di crediti deteriorati rappresenta un elemento di forte criticità, sia a livello di singola banca sia a livello di sistema. Nel triennio 2011-2013 le rettifiche su crediti hanno assorbito l'85% del risultato di gestione e si stima che nel triennio 2014-2016 esse, pur se in parziale riduzione, assorbiranno nel complesso i 2/3 del

risultato di gestione². Questa situazione ha indotto le singole banche a ricercare e in alcuni casi attuare operazioni di smobilizzo di tali poste; le cessioni di crediti deteriorati, mediante vendita o cartolarizzazione, sono state tuttavia di importo contenuto (meno di 7 miliardi di sofferenze nel biennio 2013-14). Per questo motivo nel corso degli ultimi mesi accanto a soluzioni individuali allo studio e/o in corso di realizzazione, il governo italiano, peraltro sostenuto da prese di posizione a favore da parte di altre istituzioni, internazionali (FMI, OCSE) e nazionali (Banca d'Italia), è impegnato nella ricerca di una possibile soluzione di sistema, spesso indicata con il nome di *bad bank*.

Il presente capitolo di OM si propone di analizzare le diverse modalità tecniche per la gestione dei NPL attuate e/o in corso di attuazione in Italia da parte di singole banche e le soluzioni di sistema attuate in altri paesi europei e allo studio in Italia. Tale analisi si propone una valutazione dell'efficacia delle soluzioni adottate e prospettate, evidenziando se e in che misura ciascuna di esse è in grado di contenere o contrastare gli effetti negativi derivanti dalla elevata dimensione dei crediti deteriorati e di raggiungere gli effetti positivi, in primis nuovo credito all'economia, che da tali operazioni ci si attende.

1. Le possibili soluzioni per la gestione dei crediti deteriorati

I crediti deteriorati determinano una serie di ripercussioni negative per la banca.

In primo luogo si verifica una contrazione della redditività a causa di due tipologie di costo, uno di tipo 'finanziario' (costo del credito) dovuto alle rettifiche a fronte di deterioramenti e cancellazioni, e uno di tipo operativo, rappresentato dai costi legali e amministrativi legati alla gestione di queste posizioni anomale.

* A cura di Paola Bongini, Maria Luisa Di Battista, Laura Gasparini, Laura Nieri.

¹ Jassaud, N. e Kang, K. (2015), A Strategy for Developing a Market for NonPerforming Loans in Italy, IMF Working paper, 15/24.

² Audizione ABI Commissioni Bilancio congiunte Camera e Senato, marzo 2015.

In secondo luogo si verifica un maggiore assorbimento di capitale, che a sua volta determina: i) una minore capacità di espandere i volumi operativi, ad esempio concedendo nuovi prestiti, dal momento che essi comportano nuovi rischi e necessitano di capitale aggiuntivo; ii) un aumento del costo delle risorse finanziarie utilizzate dalla banca per il processo di intermediazione creditizia, aumento determinato dall'incremento del peso del patrimonio sul totale delle risorse e per l'aumento del costo della raccolta, soprattutto della componente all'ingrosso.

A livello di sistema, le preoccupazioni riguardano la capacità del sistema bancario nel suo complesso di canalizzare l'abbondante liquidità presente nel mercato verso prestiti alle attività produttive e di farlo a condizioni di prezzo tali da consentire alle imprese di attuare progetti con un valore attuale netto positivo.

I crediti deteriorati ricomprendono esposizioni che presentano un diverso grado di rischio e a cui sono associate diverse prospettive di recupero. Oltre alla distinzione tra sofferenze, inadempienze probabili e esposizioni scadute deteriorate, al cui interno è poi possibile enucleare le esposizioni *non performing forborne*, ossia quelle oggetto di una qualche forma di rinegoziazione e ristrutturazione del prestito³, si può distinguere tra prestiti assistiti da garanzie reali (per lo più immobiliari) – c.d. *secured* – e prestiti assistiti da garanzie personali o non garantiti – *unsecured*⁴. E ancora l'eterogeneità dei crediti deteriorati è da ricondur-

si alla tipologia di debitore, che può identificarsi con un'impresa, a sua volta di dimensione piccola, media o grande, ovvero con una famiglia/individuo. E' evidente che le diverse caratteristiche dei crediti deteriorati condizionano l'individuazione della soluzione gestionale più efficace ed efficiente.

In linea di principio e semplificando, le soluzioni gestionali alle quali una banca può ricorrere sono:

A. Il mantenimento in portafoglio del credito deteriorato, che a sua volta può prevedere:

1. La gestione dello stesso da parte della stessa banca;
2. La gestione da parte di una società specializzata (società di *servicing*);

B. La cessione del credito con contestuale cancellazione dal bilancio.

Ciascuna soluzione presenta caratteristiche diverse che comportano effetti diversi in termini di onerosità/rendimento e di rischio residuo per la banca. Nei paragrafi che seguono si analizzano pertanto le diverse opzioni strategiche con riferimento ai benefici / svantaggi che le stesse presentano rispetto a tali tipologie di attivi.

1.1 Il mantenimento dei crediti deteriorati nei portafogli bancari

Le soluzioni che prevedono il mantenimento dei crediti in bilancio (gestione interna o affidamento a terzi), presentano due essenziali benefici se confrontati con la cessione degli stessi. Il primo è il chiaro beneficio di avere gli strumenti per governare il rapporto con il debitore (in via diretta o per mezzo di istruzioni impartite a terzi) richiedendo per contro l'impiego di risorse della banca, siano queste umane e/o economiche. Il secondo è relativo alla possibilità di non disperdere l'effettivo valore estraibile nelle singole posizioni a favore di investitori terzi, valore che non emergerebbe qualora la valutazione di questi ultimi seguisse un approccio meramente statistico, basato su valori me-

³ Tale classificazione è entrata in vigore a gennaio 2015 mentre la precedente classificazione distingueva tra sofferenze, incagli, esposizioni ristrutturate ed esposizioni scadute deteriorate.

⁴ Al fine della loro gestione i prestiti assistiti da garanzie personali sono spesso assimilati a quelli non garantiti. Le garanzie personali vengono infatti escuse non appena si rilevano segnali di anomalia del credito; nel caso di insuccesso dell'escussione è pertanto verosimile che tali posizioni vengano successivamente 'passate' a sofferenza e siano di fatto prive di garanzie.

di o mediani, e che spesso non tiene in dovuto conto la presenza di garanzie accessorie (personali o giudiziali).

Confrontando poi le due soluzioni di mantenimento dei crediti deteriorati nel portafoglio bancario, è evidente come l'affidamento a terzi consenta alla banca di beneficiare di una serie di vantaggi quali:

- una riduzione dei costi operativi di gestione, attraverso la trasformazione dei costi fissi in costi variabili, che vengono rapportati agli incassi sulle posizioni affidate (al netto o al lordo delle spese sostenute);
- liberare capacità produttiva, dal momento che la forte crescita del credito deteriorato non ha portato ad una pari crescita delle strutture di gestione interne con conseguente sovraccarico per i gestori della banca;
- avere accesso alle *best practice* locali in tema di recupero, con conseguente miglioramento delle performance di recupero. Le migliori performance nascono da due elementi distintivi:
 - un maggior grado di specializzazione dei gestori con riferimento alle diverse categorie di credito (i.e. *corporate* vs. *retail* piuttosto che crediti ipotecari vs. chirografari o *small ticket* vs. *large tickets*). Tuttavia, va sottolineato come non tutti i *servicers* specializzati operino su tutte le asset class; ne segue che la selezione del *servicer* di riferimento può avere un impatto sul livello di miglioramento delle performance di recupero. Qualora quindi si vogliano prendere a riferimento categorie di crediti differenti, la banca potrebbe affidare a più operatori singoli pacchetti di crediti, così da beneficiare della maggiore specializzazione degli operatori di mercato.
 - una struttura di remunerazione degli *outsourcers* tale da consentire un allinea-

mento di interessi tra la banca e l'*outsourcer*. Tipicamente infatti le commissioni sono rapportate per buona parte ai recuperi e solo in minor misura ad una quota fissa per pratica gestita.

D'altro canto però l'affidamento di pacchetti di posizioni deteriorate a terzi richiede di dotarsi di strumenti di monitoraggio e di competenze gestionali non tipici delle strutture bancarie solitamente preposte a presidio di tali crediti. In sede di assegnazione dell'incarico è altresì opportuno creare un giusto contesto competitivo tra gli operatori al fine di ottenere le migliori condizioni, così come definire Key Performance Indicators (KPI) di riferimento (ad esempio, le percentuali di recupero target, importi delle spese legali, ecc.) da rispettare lungo tutta la durata dell'affidamento. I KPI dovrebbero poi essere monitorati nel tempo e confrontati con benchmark di mercato disponendo pertanto di un cruscotto di sintesi utile per il monitoraggio dei risultati.

La gestione interna invece porta con sé i seguenti benefici:

- la possibilità di definire e perseguire una strategia di recupero autonoma e in linea con le direttive sul credito che la banca si è data. Tale vantaggio è particolarmente sentito per le posizioni di grosso taglio e/o complesse;
- poter tracciare la capacità di recupero sui singoli segmenti di portafoglio così da costruire adeguate statistiche ai fini di *risk management*.

Per contro, la gestione interna presenta alcune problematiche che devono essere opportunamente affrontate e gestite, quali:

- la gestione dei legali esterni: dovrebbe prevedere una convenzione standard con chiara declinazione dei poteri decisionali con riferimento alle azioni da intraprendere sui singoli fascicoli e dei costi da rispettare per l'espletamento dei propri servizi (possibil-

mente legati al recupero netto della posizione);

- la gestione delle pratiche: dovrebbe prevedere un sistema di allocazione delle pratiche che consenta di gestire in priorità i fascicoli a maggior probabilità di incasso;
- il monitoraggio: è opportuno monitorare i carichi di lavoro dei gestori interni così come dei legali esterni, oltre che le performance dei singoli gestori e dei legali;
- la definizione di linee guida che i gestori devono seguire con riferimento alle strategie di recupero stragiudiziale oltre che legale con chiara indicazione delle modalità con cui perseguire il tentativo di recupero stragiudiziale;
- un sistema di incentivi ai gestori per allinearne la retribuzione ai risultati ottenuti.

Se le considerazioni sopra svolte potrebbero far propendere per la esternalizzazione dell'attività gestionale, nella realtà gran parte delle banche, in questi anni di crescita significativa dei crediti deteriorati, non ha fatto ricorso massiccio all'esternalizzazione del servizio di recupero. Solo ora, a seguito del focus posto dalle autorità di vigilanza (BCE in primis) sul credito in generale, sullo stock elevato di NPL e sulle limitate capacità di recupero in particolare, alcune banche stanno rivedendo il proprio modello gestionale complessivo, valutando l'opportunità di esternalizzare la gestione di alcuni cluster di crediti e di perseguire la dismissione di altri. In questa prospettiva è opportuno ricordare che un approccio strutturato, coerente con gli obiettivi della banca e continuativo sulla gestione dei NPLs non può prescindere da:

- un forte presidio sulla base informativa, con dati completi e aggiornati sul fronte operativo, contabile e valutativo;
- la presenza di strumenti di analisi e di supporto alle decisioni basati su chiari indicatori di performance.

Sul primo fronte, le banche italiane registrano diverse carenze gestionali. Tipicamente, infatti, le informazioni sulle singole pratiche sono reperibili da cartaceo e i sistemi informativi a supporto risultano spesso inadeguati alla gestione delle pratiche stesse (si pensi al contenzioso che di per sé richiederebbe di poter disporre, tra gli altri, di diversi campi per l'inserimento del valore di perizia, della CTU e delle basi d'asta) o, se anche ritenuti adeguati, scarsamente compilati dai gestori stessi. Nonostante l'AQR abbia contribuito al miglioramento della base informativa, molto rimane molto da fare.

Anche sul secondo fronte, la disponibilità di dati sulle performance di recupero dei gestori interni, degli outsourcer e dei legali esterni, così come dei rispettivi carichi di lavoro, è scarsamente rinvenibile nelle strutture di gestione del credito anomalo delle banche italiane.

In sintesi, disponendo dei suddetti dati, le banche italiane potrebbero migliorare la conoscenza del costo della macchina operativa di gestione dei crediti deteriorati e confrontare l'efficacia e l'efficienza delle diverse leve strategiche.

1.2. La cessione dei crediti deteriorati

La cessione di crediti deteriorati consente alla banca di conseguire due tipologie di benefici. La prima tipologia riguarda i benefici conseguenti alla ri-focalizzazione della gestione crediti sulle posizioni considerate *core*, con conseguente miglioramento dell'efficienza ed efficacia dei processi gestionali. La seconda tipologia concerne gli impatti della cessione dei crediti sullo stato patrimoniale della banca. I benefici riguardano principalmente i seguenti profili:

- **Redditività.** Attraverso la cessione di attivi la banca si trova a disporre di nuova liquidità che può essere utilizzata per la concessione di nuovi prestiti che, a differenza di quelli deteriorati e ceduti, producono flussi di ricavi da interessi;

- **Patrimonializzazione.** L'eliminazione dal bilancio di poste cui sono associate elevate ponderazioni per la determinazione dei requisiti minimi di patrimonio consente un recupero di capitale che, come nel punto precedente, permette di erogare nuovi prestiti;

- **Rischiosità della banca.** La cessione di attività deteriorate migliora la valutazione della rischiosità da parte del mercato e può comportare benefici anche in termini di rating (con positive ripercussioni sulla raccolta all'ingrosso) e sulla valutazione delle azioni.

A fronte di questi benefici, la cessione può generare anche alcuni oneri e svantaggi. Tra questi il principale è dato dalla possibilità che esista una divergenza tra il valore netto cui i prestiti sono iscritti in bilancio (dato, in sintesi, dal valore nominale del credito meno le svalutazioni effettuate) e il loro valore di mercato, ossia il prezzo cui gli investitori sono disposti ad acquistare questi attivi. Questo eventuale *pricing gap* determina un immediato effetto negativo sul conto economico e sulla redditività della banca. La minusvalenza rilevata in fase di cessione incide per il suo intero importo sul conto economico dell'anno in cui avviene la cessione. Inoltre, se questa minusvalenza causa una perdita di conto economico che a sua volta riduce il patrimonio della banca, si possono avere ripercussioni anche sulla capacità delle banche di rispettare i requisiti patrimoniali. Così come emerso dall'AQR, alcune tra le principali banche italiane, ma anche tra quelle di dimensioni inferiori, dispongono di una dotazione patrimoniale inferiore o solo di poco superiore a quella richiesta dagli organi di vigilanza. Ciò di fatto limita la possibilità per le banche di assorbire le perdite derivanti da un possibile *pricing gap*.

Il *pricing gap* costituisce per questi motivi uno dei principali fattori che sino ad oggi hanno ostacolato il ricorso delle banche italiane alla cessione di questi attivi e per contro ne ha incentivato il man-

tenimento in portafoglio anche quando essi non sono ritenuti *core*. Secondo le stime degli operatori l'entità del *pricing gap* oscilla tra il 20% e il 30% nel caso delle sofferenze.

La principale ragione di un divario tra la valutazione effettuata dalle banche e dal mercato sono molteplici e così sintetizzabili:

- limitate rettifiche apportate dalle banche italiane alle posizioni deteriorate. Questa tendenza a sua volta è in parte dovuta alle difficoltà delle banche di spendere il crescente costo del rischio all'interno di conti economici segnati da una perdurante riduzione della redditività di intermediazione creditizia, e in parte riconducibile al penalizzante trattamento fiscale riservato nel nostro paese a questi costi. Sino al 2013 essi erano infatti deducibili solo nella misura dello 0,3% del totale dei crediti e per la restante parte erano dedotti (Deferred Tax Assets) in 18 anni; solo dal 2014 le rettifiche sono deducibili in 5 anni. Persiste quindi una situazione di svantaggio competitivo rispetto a molte banche europee sottoposte a regimi fiscali meno stringenti che induce le banche italiane a limitare l'importo delle svalutazioni;

- diverse aspettative relativamente al rendimento ottenibile dalla gestione delle poste deteriorate. Considerato che negli ultimi anni il livello dei tassi di interesse è stato decisamente basso e altrettanto basso è stato il rendimento conseguito dalle banche sull'attività di intermediazione creditizia, i tassi di sconto impiegati dalle banche per attualizzare i flussi attesi dal recupero dei crediti non performing risultano molto inferiori a quelli utilizzati dai potenziali investitori, che richiedono rendimenti coerenti con l'elevata rischiosità delle poste acquistate e che, non potendo contare su alcun sussidio incrociato, hanno altresì necessità di recuperare i costi gestionali derivanti dalla gestione dei portafogli ceduti;

- diverse aspettative relativamente al valore di recupero dei crediti deteriorati e in particolare di

quelli assistiti da garanzie immobiliari. A questo proposito è utile ricordare che in occasione dell'AQR e successivamente a questo esercizio, l'organo di vigilanza ha sollecitato le banche a effettuare una valutazione molto conservativa delle garanzie⁵ e più in generale del portafoglio crediti. Di fronte a una futura e auspicata ripresa dell'economia le banche ritengono quindi di poter beneficiare da una ripresa di valore di queste posizioni. Queste aspettative si scontrano con le valutazioni ancor più conservative degli investitori che inoltre scontano negativamente i tempi necessari per la conclusione delle procedure giudiziarie e di escussione delle garanzie che nel nostro paese sono particolarmente lunghi.

Va peraltro osservato che nel corso degli ultimi mesi il *pricing gap* si è in parte ridotto. Nonostante il permanere di un trattamento fiscale non favorevole, a seguito dei risultati dell'AQR 2014 e della conseguente richiesta di maggiori rettifiche nella seconda metà del 2014 si è verificato un innalzamento del tasso di copertura dei crediti deteriorati dal 42,4% al 44,4 % e nel caso dei primi cinque gruppi al 46,6%⁶. Al tempo stesso, i bassi tassi di mercato hanno contribuito a innalzare il valore attuale dei flussi attesi dal recupero del credito e quindi il suo prezzo di mercato.

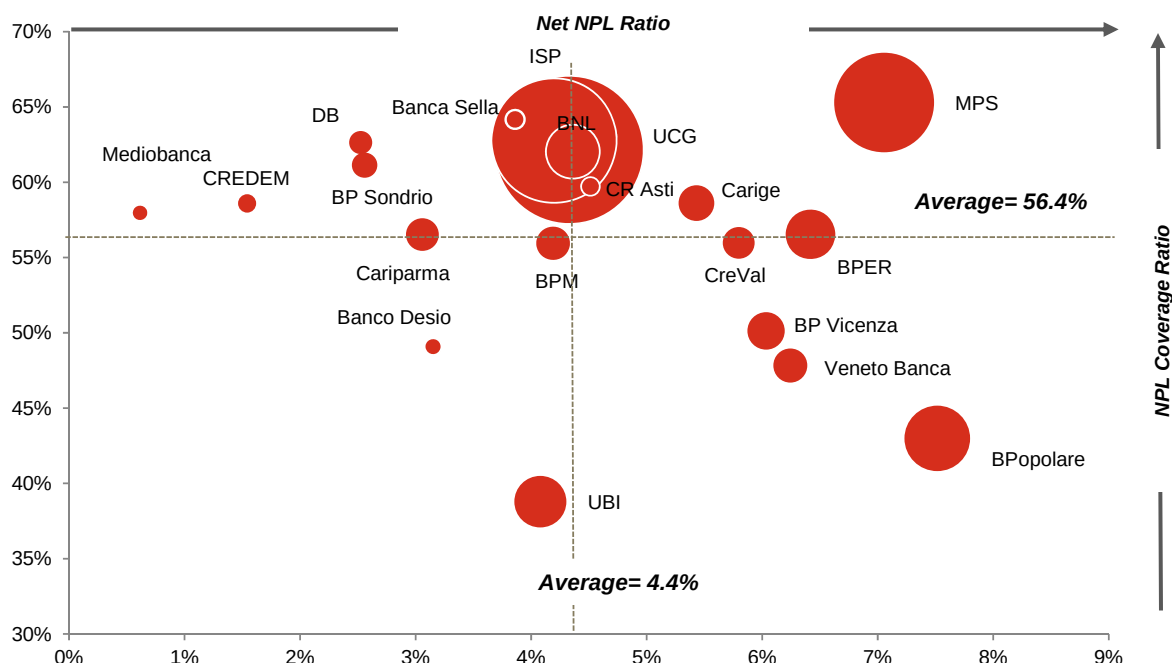
E' evidente che l'entità dei benefici e degli eventuali oneri associati alla cessione di crediti deteriorati dipende sia dalla situazione di ciascuna banca in termini di liquidità e di patrimonializza-

zione, sia dalla gravità del deterioramento del credito. Con riferimento al primo aspetto la situazione del sistema bancario italiano appare piuttosto variegata: accanto a banche che hanno effettuato negli scorsi anni pesanti svalutazioni, avvicinando i valori di libro a quelli di mercato, e hanno al contempo provveduto ad adeguare il proprio patrimonio ai più elevati requisiti imposti dalla vigilanza, esistono banche per le quali il rapporto tra le rettifiche effettuate e l'aggregato delle poste deteriorate è ancora piuttosto limitato e altrettanto bassi risultano i coefficienti patrimoniali. Per le banche di questa seconda tipologia, gli ostacoli alla cessione delle sofferenze appaiono maggiori. Con riferimento al secondo aspetto, la cessione dei crediti appare una soluzione solitamente più adatta alle sofferenze. Considerati i fattori che causano un potenziale *pricing gap*, i prestiti che hanno maggiori probabilità di essere oggetto di cessione sono quelli caratterizzati da un maggiore *coverage rate*, e cioè da un fondo rettifiche adeguato e tale da ridurre il possibile divario tra valore di bilancio e prezzo di cessione/acquisto e tra quest'ultimo e il valore di recupero. Come emerge dalla FIG. 1 la situazione delle banche italiane relativamente al tasso di copertura delle sofferenze è piuttosto variegata.

⁵ Nel corso dell'AQR le valutazioni effettuate dai periti su un campione di oltre 8.000 immobili hanno rilevato mediamente valori inferiori del 10% rispetto ai valori cui le stesse garanzie erano contabilizzate nel bilancio delle banche. Nel complesso in Italia le rettifiche richieste in sede di AQR per le attività di livello 3 (tra cui i prestiti garantiti da attività immobiliari) sono state pari a 2 punti base, contro i 5 per il complesso delle banche dell'area, in termini di attivi ponderati per il rischio. Cfr. Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2/2014

⁶ Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 1/2015

FIG. 1 – Il peso delle sofferenze e i tassi di copertura delle principali banche italiane*



* La dimensione della bolla indica il valore assoluto delle sofferenze lorde.

Fonte: PwC (2015), Market Update, May; dati tratti dai bilanci al 31-12-2014.

A proposito del tasso di copertura va peraltro sottolineato che esso è pur sempre un indicatore grezzo del potenziale divario tra valore di bilancio e prezzo di mercato dei NPL e che il valore di questo indicatore esprime la media delle coperture delle diverse esposizioni in portafoglio. Diversità nei rapporti di copertura potrebbero essere giustificate dalla elevata incidenza di prestiti garantiti tra quelli deteriorati, così come da maggiori valori delle stesse garanzie, che potrebbero consentire di realizzare più consistenti valori di recupero.

I dati contenuti nella nota integrativa al bilancio permettono di avere indicazioni sull'ammontare dei complessivi crediti deteriorati garantiti, e in particolare sul valore delle garanzie reali immobiliari (ipoteche e immobili nelle operazioni di lea-

sing finanziario). Alcune rielaborazioni sui dati relativi al 2014 delle principali banche italiane sono riportate nella TAB. 1.

Dai dati emerge che i crediti deteriorati garantiti (con garanzie reali o personali) rappresentano una elevata, ancorché variegata, quota dei crediti deteriorati (minimo 74% e massimo 86%). Con riferimento alle sole esposizioni deteriorate, l'incidenza delle garanzie immobiliari sul totale delle garanzie è ancora più variabile (da un minimo del 55% ad un massimo del 98%) e l'importo delle garanzie immobiliari rispetto alle posizioni deteriorate garantite oscilla da un minimo di 1,6 volte ad un massimo di 2,8.

TAB. 1 – Garanzie e esposizioni creditizie deteriorate delle principali banche italiane

2014	Tassi di copertura delle sofferenze	Esposizioni deteriorate garantite*/Tot Esposizioni deteriorate	Garanzie immobiliari su esposizioni deteriorate/Tot Garanzie su esposizioni deteriorate	Garanzie immobiliari su esposizioni deteriorate/Tot esposizioni deteriorate garantite
Unicredit	62,19%	73,78%	77%	1,58
SanpaoloIntesa	62,77%	78,73%	85%	2,01
MPS	65,30%	78,23%	62%	2,00
UBI	39,02%	79,95%	57%	1,99
Banco Popolare	43,01%	86,07%	55%	1,63
BPER	56,55%	85,01%	89%	2,45
BPM	57,32%	76,50%	94%	2,53
Carige	58,5%	84,05%	94%	2,44
B. Pop. Sondrio	59,9%	86,40%	69%	2,83
B. Pop. Vicenza	50,3%	79,92%	87%	1,82
Veneto Banca	47,8%	82,88%	89%	2,08
Credito Valtellinese	56,0%	85,43%	98%	2,48
Credem	61,7%	84,29%	65%	2,47

* Garantite sia totalmente sia parzialmente

Fonte: nostre elaborazioni su dati di Bilancio al 31.12.2014

Oltre a dar conto della complessità e variabilità della situazione delle diverse banche (che presumibilmente rende più complessa l'eventuale adesione volontaria ad una soluzione consortile a condizioni di mercato) questi dati indicano che, tendenzialmente, al diminuire dei tassi di copertura dei crediti deteriorati si riscontra un aumento dell'incidenza dei crediti deteriorati garantiti, dato che potrebbe quindi giustificare una minore svalutazione del prestito. Tuttavia, non sempre a fronte di un tasso di copertura più basso si riscontra una maggiore incidenza delle sofferenze garantite da immobili (e cioè le garanzie a cui si attribuiscono più consistenti possibilità di recupero), né più elevati rapporti tra il valore complessivo delle garanzie immobiliari e l'importo dei prestiti deteriorati. Va infine ricordato che il tasso di copertura delle esposizioni deteriorate è influenzato, a parità di altri fattori, anche dall'entità dei NPL precedenti

ceduti o stralciati; in entrambi i casi il valore di questo indicatore diminuisce tanto più tanto maggiore era il tasso di copertura dei NPL che vengono cancellati dal bilancio⁷. Anche questa circostanza limita per certi aspetti un uso generalizzato dei tassi di copertura misurati a livello di intero portafoglio.

1.2.1. Il mercato delle cessioni di crediti in Europa e in Italia.

In Europa il processo di deleverage dei bilanci bancari è iniziato l'indomani della crisi finanziaria come strumento di rifocalizzazione del business, volto a discernere il perimetro strategico (*core*) da

⁷ Nel caso, ad esempio, di un credito iscritto in bilancio al valore di 100, la rilevazione di una rettifica pari a 20 comporta un tasso di copertura del 20%, che invece è pari a zero nel caso in cui la banca effettui uno stralcio di 20. Cfr. Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 4/2012, pag. 35.

quello non strategico. Il mercato che ne è derivato è pertanto un mercato dove gli attivi in vendita non sono necessariamente classificabili come *non-performing*; ad esempio, alcuni istituti europei hanno ceduto posizioni appartenenti ad alcuni settori merceologici non più strategici, quali shipping e aviation.

Le banche inglesi (RBS e Lloyds in testa) ed alcune economie in crisi quali quella irlandese, portoghese e spagnola hanno avuto forti spinte al *de-leverage* dei loro attivi, anche per mezzo della costituzione di Asset Management Companies (AMC) ossia di enti specializzati cui vengono conferiti i crediti deteriorati, contribuendo in maniera significativa allo sviluppo del mercato europeo (su questi aspetti si veda il paragrafo 4.1).

In Europa in soli 5 anni il mercato delle cessioni di crediti è quasi decuplicato, passando da €11mld. nel 2010 a €91 mld. nel 2014 (FIG. 2) con aspettative di ulteriore crescita per almeno i prossimi 5 anni, anche considerando che i soli crediti *non performing* in Europa hanno raggiunto €1180 mld.⁸. Tra i mercati più attivi si possono sicuramente annoverare il mercato UK, quello irlandese e spagnolo, mentre ci si attende che i mercati in ascesa per i prossimi anni siano quelli dell'Italia, dell'area CEE e della Grecia.

In termini di asset class, non si può dire che vi sia una predominanza di una tipologia di attivo sulle altre. Il mercato si è e si sta sviluppando su tutte le asset class, dai crediti retail (*secured/unsecured*), al segmento *SME/corporate* passando per quello *commercial real estate* (centri commerciali, hotels, uffici) e per lo *specialized lending* (FIG. 3).

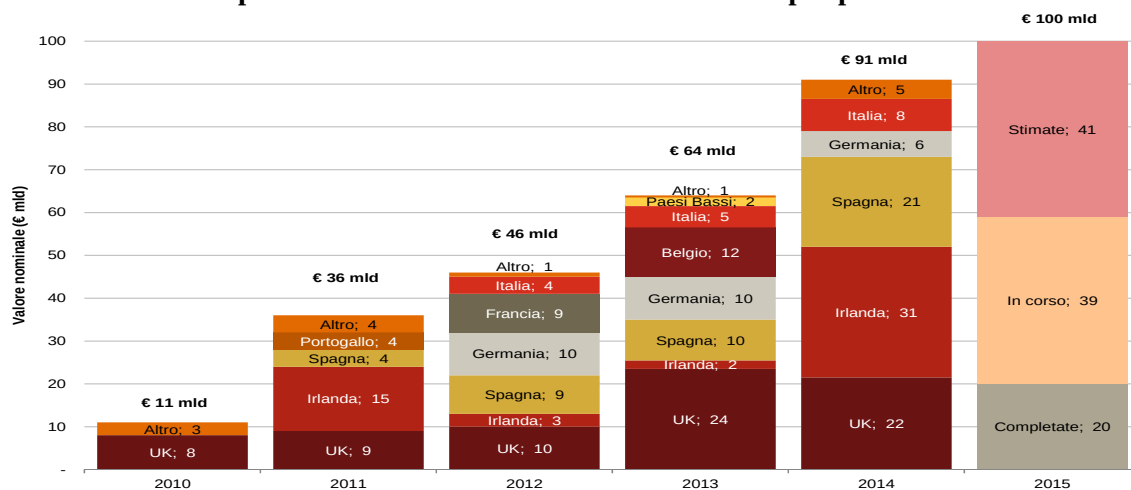
Da un confronto europeo e anche sulla scorta della percezione degli investitori, sembra che lo sviluppo del mercato italiano potrebbe seguire dinamiche analoghe a quelle registrate in Spagna. Nella penisola Iberica il *de-leverage* ha visto dapprima (2011-2013) una forte crescita del segmento dei

prestiti *distress unsecured*, crescita dettata dall'introduzione di una regolamentazione che ha imposto la svalutazione integrale di questa tipologia di attivi in soli 2 esercizi. Dal 2013 al primo trimestre del 2015, il mercato si è sviluppato anche sul segmento *distressed secured* e dei *Commercial Real Estate* (CRE) congiuntamente alla cessione di piattaforme di gestione. Queste ultime possono infatti contribuire in maniera significativa alla chiusura del *pricing gap* grazie alla stipula di contratti di outsourcing pluriennali (tipicamente 10-12 anni) per la gestione dei portafogli ceduti e di ulteriori portafogli della banca presenti o di futura costituzione.

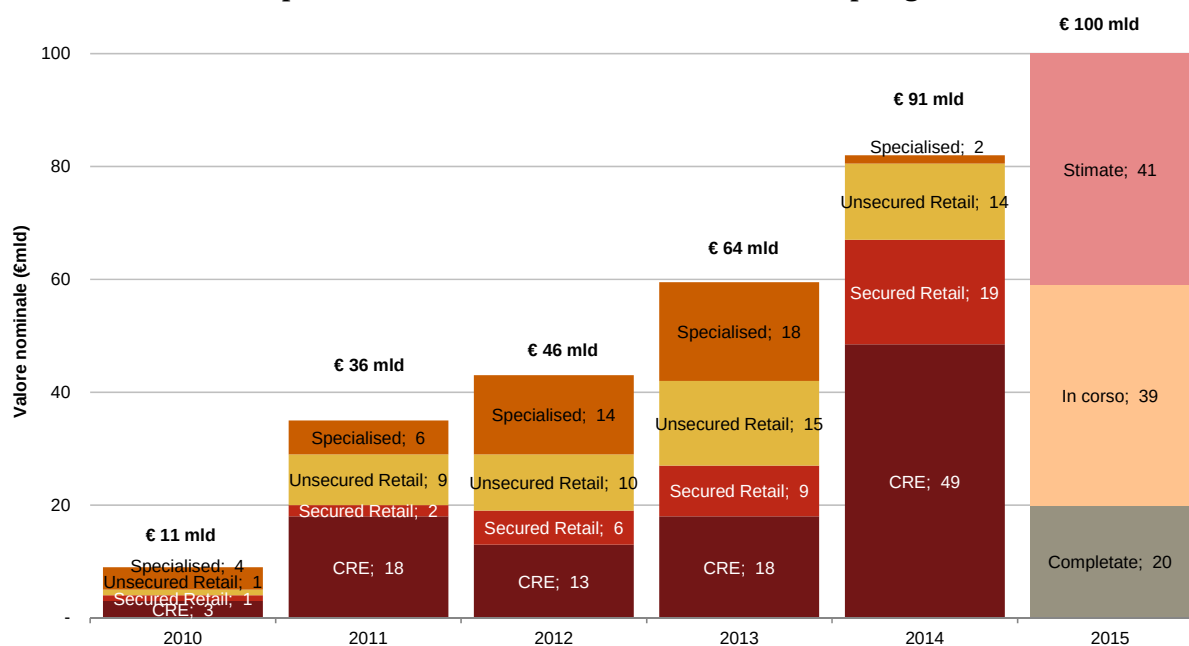
Sull'onda di quanto visto in Spagna, il mercato italiano si è riaperto nel 2012: la maggior parte delle transazioni è avvenuta nel settore dei crediti in sofferenza non garantiti (credito al consumo e bancari). L'ancora debole ripresa del settore immobiliare, in aggiunta alla persistente problematica connessa ai lunghi tempi dei procedimenti esecutivi immobiliari nel nostro paese, hanno per contro rappresentato uno dei maggiori deterrenti allo sviluppo del mercato delle esposizioni garantite in sofferenza. Le divergenze in tema di aspettative di prezzo tra cedenti e compratori si acuiscono infatti su tale segmento sia per effetto del riconoscimento del valore del sottostante che per un problema legato al diverso tasso di attualizzazione dei flussi utilizzato dagli investitori rispetto a quello delle banche.

Oggi il mercato delle cessioni di crediti in sofferenza in Italia è visto in crescita per una serie di fattori che attengono sia la situazione economica del nostro paese, sia quella del *contest* internazionale.

⁸ PwC (2015) – Market update Q1 2015

FIG. 2 – Il mercato europeo delle cessioni di crediti: valori nominali per paese


Fonte: PwC Market Update (Maggio 2015)

FIG. 3 - Il mercato europeo delle cessioni di crediti: valori nominali tipologia di crediti ceduti.


Fonte: PwC Market Update (Maggio 2015)

Tra le motivazioni relative all'economia domestica si annoverano: i) i segni di ripresa dell'economia così come del mercato *real estate*, ii) l'enorme massa di crediti in sofferenza, nonché

in alcuni casi il significativo incremento delle coperture degli ultimi 2 anni; iii) la prospettata riforma dei procedimenti esecutivi e immobiliari. Questi fattori possono fungere da catalizzatore per

un cospicuo numero di investitori internazionali in cerca di opportunità di investimento in Europa. A questi si aggiungono fattori relativi al contesto internazionale quali i) il raggiungimento di un elevato livello di competitività di altri mercati europei (quali quello spagnolo) che rendono meno redditizie le acquisizioni di prestiti in quei mercati, ii) la cospicua liquidità presente nel sistema che comporta un continuo abbassamento dei rendimenti conseguibili attraverso investimenti a basso rischio, siano essi governativi o senior corporate.

2. La gestione strategica dei crediti deteriorati

Alla luce delle considerazioni svolte nei precedenti paragrafi e della crescita dei volumi del credito anomalo di questi ultimi anni (+ 30% nel periodo 2008-2014), non sembra possibile che l'implementazione di un'unica soluzione gestionale possa risultare efficace, rapida e risolutiva. Si ritiene per contro che sia preferibile ricorrere a un mix di soluzioni da calibrare in funzione delle caratteristiche delle diverse esposizioni presenti nei portafogli delle singole banche.

Del resto che non vi sia una soluzione univoca è testimoniato anche dal fatto che le due primarie banche italiane, con riferimento al segmento più problematico, quello delle sofferenze, si sono recentemente (2014) mosse perseguendo strategie diametralmente opposte: Intesa San Paolo ha internalizzato l'attività di recupero della maggior parte dei propri crediti a sofferenza (prima totalmente gestiti in outsourcing da una società specializzata) mentre Unicredit, che gestiva i propri NPL tramite la piattaforma UCCMB, ha ceduto la stessa con annesso un contratto di outsourcing per i prossimi 10 anni.

A ben vedere l'aspetto determinante è l'attivazione in modo sistematico e coerente delle tre leve gestionali - gestione interna, outsourcing e cessione - sui vari comparti del credito. Le miglio-

ri linee d'azione devono essere definite in base alla valutazione di aspetti quali:

- l'appetito degli investitori,
- la presenza di servicer professionali,
- l'effettivo accesso alle diverse leve gestionali da parte delle banche italiane.

L'interesse degli investitori, si sta rivolgendo soprattutto ai crediti in sofferenza, e ciò in considerazione sia della maggior possibilità di ridurre il *pricing gap*, sia di ragioni storiche visto che il mercato dei *distressed asset* in Italia si è sviluppato sul comparto delle sofferenze. Al tempo stesso, come già citato, il segmento dei NPL è potenzialmente in grado di fornire rendimenti più elevati rispetto a quelli attualmente conseguibili da altri strumenti.

Con riferimento alla presenza di servicer specializzati, l'Italia vanta una decina di operatori professionali (tra cui Italfondario, Cerved C.M., Prelios, CAF, Guber, FBS), che operano in tale settore mediamente da 15 anni e il cui business si è sviluppato soprattutto a servizio di investitori internazionali, per conto dei quali hanno gestito portafogli di prestiti in sofferenza. Ovviamente le società di servicing, accanto alla gestione di portafogli di crediti ceduti a investitori terzi, stanno lavorando sempre più anche a servizio delle banche con contratti di outsourcing sia nel segmento delle sofferenze che, più recentemente, su quello delle inadempienze probabili. Del resto il posizionamento dei servicers non può che essere confinato a business non strategici per la banca, quale può essere la gestione di controparti problematiche, dove il rapporto cliente / banca è ormai deteriorato e di fatto privo di valore.

Per quanto riguarda il terzo aspetto e cioè l'effettiva possibilità per la banca di ricorrere congiuntamente alla gestione interna o in outsourcing dei crediti deteriorati o alla loro cessione sul mercato, si sottolinea come principalmente le banche di minor dimensione possono avere diffi-

coltà ad utilizzare la cessione. Infatti, il mercato della cessione per sua natura predilige operazioni di importi significativi, non fosse altro perché i costi gestionali e organizzativi che devono essere sostenuti sia da parte degli investitori sia della singola banca che cede e organizza il processo è comunque dispendioso, giustificato solamente in presenza di un taglio minimo che oggi potremmo individuare in €15-20 mln di investimento. Tuttavia, è opportuno sottolineare come negli ultimi anni alcuni istituti appartenenti al mondo del credito cooperativo si siano aggregati mettendo assieme i loro portafogli in modo tale da accedere alla liquidità messa a disposizione da parte di investitori internazionali specializzati in prestiti distressed.

In conclusione, la definizione della miglior strategia per una banca deve partire da due elementi chiave:

- analisi del modello di gestione in uso nelle varie dimensioni organizzative: risorse umane, sistemi di controlli interni e infrastrutture a supporto (processi e sistemi IT), ivi inclusi i Key Performance Indicators (KPI);
- analisi del portafoglio crediti segmentato in funzione di alcuni parametri, quali lo status della pratica, l'importo dell'esposizione, la natura del debitore (*corporate* vs. *retail*), la presenza o meno di garanzie immobiliari per le singole linee di credito e il livello di copertura.

Gli esiti di tale duplice analisi, confrontati con le best practice di mercato sia in termini di modello gestionale che dei KPI con i *peers* (ivi incluse le performance di servicers specializzati), consente di definire i punti di forza e di debolezza del modello di funzionamento adottato dalla banca individuando di conseguenza le azioni da intraprendere per una gestione efficace ed efficiente del credito.

E' evidente come all'aumentare del grado di deterioramento del credito aumenti la complessità della gestione dell'intero portafoglio di prestiti deteriorati. La complessità è data in primo luogo dal cambio di prospettiva necessario per un'efficiente gestione del credito in sofferenza: si passa da una situazione fisiologica incentrata sui flussi di cassa generati dalla gestione ordinaria, a una 'patologica', incentrata sui flussi di cassa generati dall'escussione delle garanzie e/o dalla chiusura di onerose procedure giudiziarie o stragiudiziali. In aggiunta a ciò, la banca dispone di una gamma di opzioni gestionali più ampia, visto che l'interesse degli investitori internazionali e lo sviluppo del mercato del servicing si focalizzano maggiormente sugli attivi ad elevato grado di deterioramento.

La costante crescita delle posizioni deteriorate e in particolare delle sofferenze è peraltro indicativa delle difficoltà che le banche italiane continuano ad avere nell'individuare efficienti soluzioni gestionali per queste posizioni e di un certo ritardo nel trasferire condivise pratiche gestionali anche a questo segmento del loro portafoglio. Un simile ritardo si traduce inevitabilmente nella minore capacità del sistema bancario di svolgere la propria attività di intermediazione creditizia, da un lato perché i vincoli di natura patrimoniale, principalmente, e di liquidità sottraggono risorse di natura finanziaria alla concessione di nuovo credito, dall'altro perché la gestione delle posizioni ormai pregiudicate distrae risorse umane che potrebbero invece essere utilizzate per lo sviluppo di nuove e più sane relazioni di clientela e per l'erogazione di servizi a più elevato valore aggiunto.

3. Le soluzioni di sistema: lavori in corso

Il governo italiano ha annunciato lo scorso mese di maggio di voler intervenire entro settembre 2015 con una soluzione di sistema che, secondo le anticipazioni dei media, si muove lungo tre direttrici: 1) interventi volti ad accelerare le procedure

per l'escussione delle garanzie e a facilitare e ridurre i tempi di recupero dei crediti nelle procedure fallimentari, che come noto sono molto più lunghi della media europea⁹ 2) modifica del regime di deducibilità IRES e IRAP delle rettifiche di valore dei crediti alla clientela, prevedendo la deducibilità delle suddette rettifiche in misura integrale nell'esercizio in cui queste sono contabilizzate in bilancio in linea con quanto previsto nei principali Paesi concorrenti, in luogo della deducibilità in cinque esercizi prevista dall'attuale normativa italiana; 3) costituzione di una *bad bank* di sistema con il concorso del settore pubblico, nel rispetto della disciplina europea sugli aiuti di stato.

Si tratta di direttrici tutte problematiche per motivi diversi. La prima potrà avere effetti nel medio periodo; pertanto i benefici nell'attuale contesto delle banche sono molto limitati. La seconda, benché possibile e necessaria per allineare la disciplina italiana a quella in vigore in altri paesi europei, comporta una notevole riduzione delle entrate fiscali per lo Stato. Si può stimare che la deducibilità integrale (da 5 a 1 anno) degli accantonamenti sui crediti in sofferenza comporterebbe minori entrate fiscali dell'ordine di 15/20 miliardi, importo che si ridurrebbe a 5/7 miliardi se la deducibilità fosse, ad esempio, portata a tre anni. Non è un caso allora che più recentemente (giugno 2015) si stia parlando di deducibilità integrale immediata solo per le nuove sofferenze e di graduale riduzione per le sofferenze in essere.

La terza direttrice, costituzione di una *bad bank*, deve fare i conti con la disciplina europea sugli aiuti di stato che è stata modificata nel 2013 divenendo molto più restrittiva rispetto alla disciplina precedente che ha costituito la cornice entro la quale sono state attuate le altre esperienze europee

di *bad bank* a seguito della crisi finanziaria internazionale (come quelle di Spagna e Irlanda).

3.1 La *bad bank*

Il termine *bad bank* viene coniato dalle autorità di regolamentazione statunitensi per definire uno dei veicoli che vengono creati ad hoc allorché si affronta l'insolvenza bancaria con l'istituto della *receivership*. In questo caso, si procede ad una divisione tra la parte "*bad*" e la parte "*good*" della banca in questione (cfr. FIG. 4). Depositi garantiti, filiali, personale e tutti gli *assets* "buoni" sono ceduti all'intermediario (*rescue bank*) intervenuto in aiuto della banca in difficoltà o in alternativa, qualora non si trovasse nel settore privato alcuna istituzione in grado di acquisire la banca in difficoltà, ad un ulteriore veicolo costituito ad hoc, la cd. *bridge bank* che, analogamente all'istituto dell'amministrazione controllata¹⁰, si propone di preservare il valore della parte sana della banca ai fini di una successiva dismissione, evitando così la vendita a prezzi di saldo. I crediti deteriorati vengono invece trasferiti ad un veicolo, o meglio una Asset Management Company, che per la natura degli *assets* ceduti, appunto inesigibili, viene comunemente chiamata *bad bank*. Il suo obiettivo è quello di recuperare, in tempi relativamente brevi e facendo ricorso a personale specializzato, i NPL attraverso le seguenti modalità: a) recupero diretto presso il debitore; b) costituzione di "pacchetti" venduti sul mercato a potenziali acquirenti, c) cartolarizzazione.

A partire dagli anni '90 è fortemente cresciuto il numero delle crisi bancarie – sistemiche e non – che hanno portato all'utilizzo di una *bad bank* per la risoluzione del problema di accumulazione di NPL nelle banche/sistema bancario (cfr. Tab. 2).

⁹ Su questo tema si rinvia al Capitolo 2 di questo numero di OM.

¹⁰ La differenza tra una amministrazione controllata e una *bridge bank* sta nel diverso trattamento della banca in crisi: nel primo caso, questa non viene liquidata e viene sottoposta –tout court– alla amministrazione controllata; nel secondo caso, la banca in crisi viene chiusa e si procede all'apertura di una nuova banca – con una nuova denominazione – a cui si trasferiscono le sole attività buone della banca fallita.

TAB. 2 - Programmi di risoluzione delle crisi bancarie – anni '90.

Paese	Forbearance	Assistenza finanziaria	AMC	assistenza ai debitori	bridge bank/ amministrazione controllata	liquidazione
Cile	X	X	X	X	X	X
Corea 1998	X	X	X	X	X	X
Indonesia 1998	X	X	X	X	X	X
Francia (Credit Lyonnais) 1995			X			X
Italia (B. Napoli)	X	X	X	X	X	X
Giappone	X	X	X	X	X	
Malesia 1998	X	X	X	X	X	X
Messico	X	X	X		X	X
Spagna	X	X			X	X
Stati Uniti 1989		X	X		X	
Svezia 1992	X	X		X	X	X
Tailandia 1998						
Turchia 2001						

Ns adattamento da D. Cooke e J. Foley (1999), *The Role of the Asset Management Entity. An East Asian Perspective*, Barents Group, tabella 8, pag.13.

Quali i vantaggi della creazione di una *bad bank*? Da un lato il management che gestisce la parte sana dell'intermediario insolvente può concentrarsi sul core business e quindi accelerare il ritorno della banca a condizioni di profittabilità; dall'altro, anche spezzando relazioni banca-impresa ormai improduttive e nocive per entrambe le parti, si costituisce un soggetto focalizzato sulla gestione professionale del recupero crediti. Anche nel caso della *bad bank* si riscontrano quindi i benefici propri della cessione effettuata individualmente dalle singole banche di posizioni non considerate più strategiche.

Nel caso di insolvenze che riguardano una parte consistente o l'intero sistema bancario (crisi sistemiche) si tende a prevedere un ampliamento delle mansioni della *bad bank* per includervi il compito di incentivare il processo di ristrutturazione delle imprese debitorie. In pratica, l'ente non dovrebbe limitarsi al mero recupero degli *assets* ceduti dalle banche, ma dovrebbe anche promuovere la ristrutturazione della controparte debitrice. In effetti, operazioni aggressive di recupero pos-

sono essere in qualche modo frenate dal possibile impatto occupazionale, ossia dal timore che il processo di recupero dei crediti possa portare ad un incremento del numero di fallimenti societari e, quindi, del tasso di disoccupazione.

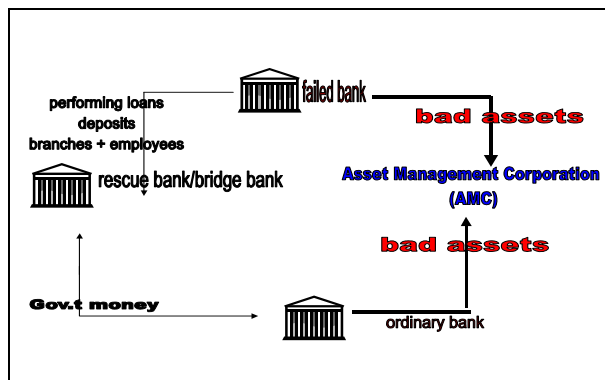
Inoltre, sempre nel caso di crisi sistemiche, si tende a prevedere che anche le banche in esercizio sane, ma gravate da un elevato fardello di NPL, possano trasferire alla *bad bank* i propri crediti in sofferenza e le partite inesigibili. Vi è un interesse generale, come già ampiamente illustrato nei paragrafi precedenti, nel far ripartire l'offerta di credito che al contrario verrebbe frenata dalla presenza in bilancio di questi crediti inesigibili non adeguatamente gestiti. In questi casi si tende a richiedere per legge il *write off* delle sofferenze, dopo un certo numero di anni. Qualora tale *write off* determini delle perdite tali da richiedere una ricapitalizzazione della banca cedente, data la natura eccezionale dell'intervento – crisi sistemica finanziaria e reale – si procede alla ricapitalizzazione con utilizzo di fondi pubblici.

Da quanto descritto sinora, emergono due aspetti che hanno caratterizzato sinora l'esperienza operativa delle *bad bank*: a) le banche cedenti sono banche insolventi oppure necessitano di un intervento di ricapitalizzazione con fondi pubblici; b) l'intervento pubblico si sostanzia nella ricapitalizzazione delle parte sana delle banche cedenti e nel dotare la *bad bank* di mezzi finanziari adeguati alla sua mission (in particolare il capitale iniziale).

In realtà la *bad bank* è una particolare tipologia di Asset Management Company (AMC), ossia una SGR, creata per gestire e recuperare prestiti e attività bancarie inesigibili. In questo senso, si differenzia dalla più ampia categoria di AMC in quanto opera con un preciso e limitato orizzonte temporale e un obiettivo di decrescita, fino all'azzeramento, dell'attivo di bilancio.

Può essere istituita con capitale privato, come modalità di gestione più efficace dei crediti deteriorati da parte di una singola banca, ovvero come soluzione consortile da parte di più banche.

FIG. 4 - La cessione dei bad assets alla AMC



Quando la soluzione della cessione viene considerata a livello di intero sistema bancario, o di una parte considerevole dello stesso, le regole auree di gestione comprendono¹¹: a) diagnosi corretta dell'entità dei NPLs; b) definizione di un piano d'intervento incisivo e condiviso a livello politico;

c) sistema oggettivo di valutazione degli *assets* ceduti; d) dotazione di adeguate risorse finanziarie ed umane nella AMC.

In primis, è necessario diagnosticare l'entità del problema NPL nel modo più preciso e prudente possibile, possibilmente sulla base di *worst case scenarios*, evitando stime eccessivamente ottimistiche e di avallare la tesi secondo cui la crisi del sistema bancario è un fenomeno di tipo congiunturale, che si riassorbe con la ripresa dell'economia. In questo senso, la definizione di regole precise a livello europeo sui criteri di classificazione dei crediti consente una più corretta e omogenea individuazione dei NPLs; un aiuto ulteriore potrebbe venire dalla scelta di imporre per legge – come avvenuto in paesi quali il Giappone – la svalutazione totale e la successiva cessione di tutti i crediti posti in sofferenza per almeno un certo numero di anni (es. due/tre anni).

Secondo, poiché l'impatto sul contribuente dei progetti di ristrutturazione del sistema bancario, in termini di costi diretti ed indiretti, può rivelarsi ingente (di norma richiede più di qualche punto del PIL), è necessario che tali manovre siano accompagnate da un vasto consenso politico. Un chiaro progetto di attuazione - negli obiettivi e nei principi-guida - e un forte sostegno da parte dei *decision-makers* costituiscono le premesse necessarie per un efficace azione di risanamento.

Terzo, il successo o l'insuccesso dell'attività di recupero si gioca in partenza, al momento della determinazione del prezzo di acquisto dei crediti inesigibili. Come ampiamente illustrato nel paragrafo 2 di questo capitolo, in questa fase può emergere un *pricing gap* che genera minusvalenze per la banca cedente. Per contro l'obiettivo della *bad bank* è la massimizzazione del valore di recupero dato il prezzo di acquisto, pertanto prezzi superiori a quelli di mercato riducono il rendimento conseguibile dalla *bad bank*. Allo stesso tempo, considerato che il valore di recupero dipende an-

¹¹ Cfr. Cooke e Foley (1999).

che dalla tempestività nell'affrontare il recupero stesso, se il valore del credito trasferito non riflette realisticamente i valori di mercato, la *bad bank* più essere indotta a ritardare le azioni di recupero per timore di incorrere in perdite immediate, reiterando quindi quei comportamenti bancari che si cercava di risolvere.

La fissazione del *transfer price* genera quindi una sorta di conflitto di interesse tra le banche cedenti e la AMC. Per cercare di risolvere tale conflitto, nel caso di una soluzione di sistema, il *transfer price* dovrebbe essere determinato:

- da parte di esperti indipendenti, terzi rispetto alle banche cedenti e all'autorità pubblica eventualmente coinvolta nella ricapitalizzazione delle banche¹²;
- sulla base di valutazioni economico-finanziarie fondate su ipotesi di recupero ragionevoli, attendibili e in base a informazioni verificabili – l'accesso ai credit files è fondamentale da questo punto di vista.

Nel caso in cui si tratti di una *bad bank* dell'Unione Europea, occorre inoltre che il meccanismo di determinazione del prezzo di cessione sia approvato dalla DG competition. Infatti, la differenza positiva tra il *transfer price* e il *market price* è considerato un trasferimento netto di risorse dalle casse pubbliche a favore delle banche coinvolte e configura quindi un aiuto di Stato che, come tale, deve essere approvato dalla Commissione Europea.

Nel caso di banche precedentemente nazionalizzate, il tema del *transfer price* in realtà non solleva il problema degli aiuti di Stato: la nazionalizzazione è infatti un aiuto di Stato già precedentemente autorizzato. La costituzione della *bad bank* è in questo caso finalizzata a gestire nel modo più efficiente possibile i crediti deteriorati per mini-

mizzare l'impatto finale del salvataggio sul bilancio pubblico.

Inoltre, il problema della fissazione del *transfer price* a livelli superiori rispetto al *market price* non si pone nel caso di trasferimento dei crediti già svalutati al 100%, come è avvenuto in Spagna dove, prima della cessione, le banche si sono quindi accollate la perdita derivante dall'intera svalutazione dei crediti.

E' evidente che nel caso di una *bad bank* di sistema la determinazione del *transfer price* è una scelta politica. Quanto più il *transfer price* è prossimo al prezzo di mercato dei crediti ceduti, tanto maggiore è la minusvalenza a carico della banca cedente e tanto più probabile la necessità di una sua ricapitalizzazione (verosimilmente con fondi pubblici). Per contro quanto più il *transfer price* è prossimo al valore cui i crediti sono iscritti nel bilancio della banca e superiore al valore di mercato, tanto più difficile sarà il raggiungimento di condizioni di equilibrio economico e patrimoniale da parte della *bad bank* a favore della quale diviene quindi necessario un sostegno pubblico.

In entrambi i casi è il *pricing gap* in sé che determina un costo, costo che in una generalizzata situazione di crisi difficilmente può essere sostenuto dai privati (siano esse le banche ovvero gli azionisti dell'AMC).

3.2. Il ricorso alla *bad bank* nella recente esperienza europea

In Europa, a seguito della crisi finanziaria internazionale una pluralità di paesi ha costituito una AMC per far fronte all'emergenza dei crediti deteriorati e in taluni casi a una generalizzata crisi del sistema bancario. La TAB. 3 evidenzia le principali caratteristiche delle recenti esperienze europee di AMC.

¹² Entrambi hanno un interesse a che il *transfer price* sia più elevato possibile per limitare le perdite e quindi il fabbisogno di capitale.



Tab. 3 - Le esperienze di AMC nell'Unione Europea

paese	AMC	fon- data nel	Stato	termi- ne en- tro	banche cedenti	tipologie di as- sets ceduti	total assets cedu- ti (gross value) miliardi	Transfer price	obiettivi	total assets al 2014 mld	finanzia- menti pub- blici (diret- ti/garantiti) dalla for- mazione
UK	Uk Asset Resolution (Ukar)	2010	100%	n.d.	Northern Rock Bradford & Bingley	bad assets (so- prattutto mutui con rate in arre- trato) delle 2 banche naziona- lizzate	£ 115.8	NO. Banche già nazionalizzate. Il recupero crediti è utilizzato per rim- borso prestito gvt	aiutare le fami- glie in difficoltà a ripagare ordi- natamente il debito	£ 70.5 % di recupe- ro: 38%	£48.7 bn
IR	National Asset Man- agement Agency (NAMA)	2009	100%	2020	Allied Irish Banks, Anglo Irish Bank , Bank of Ireland, Irish Nationwide Building Society EBS Building Soci- ety	property-backed loans	€ 72.30	€30.5 bn cash (sulla base del LTEV**); discount 57%	identificazione e valutazione de- gli assets da ce- dere alla SPV che li gestirà, posseduta per il 49% da NAMA e per il 51% da privati	n.d	€30.2 bn
ES	Sareb	2012	45%	2027	Bankia, Catalu- nya Banc, Banco de Valencia and NCG-Banco Gal- lego Liderbank, BMN, Caja3 and Banco CEISS	property deve- lopment loans (77% in termini di valore, di cui 71% con ipote- ca) real estate assets	c.a. € 108.5	€50.8 bn in SAREB bonds; discount 53%	cessione di pre- stiti ipotecari e real estate assets	€ 44.30 % di recupe- ro: 13%	€50.8 bn



SI	Banc	2013	100%	2017, posticipato al 2022	Nova Ljubljanska Banka (2013); Nova Banka Maribor (2013;2014); Abanka (2014)	Non performing assets (loans, equity); tutti settori produttivi, 33% riferito a costruzioni e real estate	€ 4.60	1.5 bn in bonds di BAMC, stanziabili presso BCE; discount 67%	in continua evoluzione	nessun recupero	€1 bn + capitale
G	FMS Wertmanagement	2009	100%	post 2019	Hypo Real Estate group	risk positions (real estate, infrastructure, prodotti strutturati) and non-strategic operations	€ 175.70	n.d	winding up of bank' assets	€106.3 (39% recupero)	€ 84.6 bn
AT	Heta Asset Resolution		100%		Hypo Alpe Adria Bank Intl group	tutte le attività	€ 18	n.d	winding up of bank' assets		

In grassetto: banche nazionalizzate post crisi 2007-2009

** Long Term
Economic Value

In particolare, tra il 2009 e il 2013 sono state costituite 6 AMC a cui sono stati ceduti *bad assets* di banche già precedentemente nazionalizzate (UK, Spagna, Germania, Austria) o di banche tecnicamente insolventi e impossibilitate a ripianare le perdite con capitale proprio (Slovenia, Irlanda, Spagna). La maggioranza di queste *bad bank* ha proprietà pubblica, l'unica eccezione è rappresentata dalla Spagna: SAREB è infatti partecipata per il 55% da un pool di investitori spagnoli e internazionali: 14 banche spagnole, tra cui le maggiori e 2 banche europee, (Deutsche Bank e Barclays Bank) oltre che da 1 società di servizi e 10 imprese di assicurazione. Un caso intermedio è rappresentato dall'irlandese National Asset Management Agency: essa, infatti, è partecipata al 100% dal governo irlandese ma il suo compito è limitato alla identificazione e valutazione degli assets da trasferire allo SPV creato ad hoc (National Asset Management Investments Ltd) per realizzare la cessione e la gestione delle partite inesigibili. La NAMI è partecipata dallo Stato per il 49%¹³ e inoltre beneficia di una garanzia dello Stato sui titoli emessi.

In tutti i sei casi la cessione degli asset alle AMC ha configurato, in forme diverse, aiuti di Stato e come tali sono stati di volta in volta giustificati e approvati dalla Commissione secondo le regole in vigore sino al 2013.

Anche sul fronte della tipologia di assets ceduti, si evidenzia una certa uniformità tra le sei esperienze: ad eccezione del caso sloveno e austriaco, si tratta per lo più di prestiti e attività immobiliari

(mutui ipotecari, *real estate assets*, property development loans). Questa caratteristica ha un impatto non indifferente sia sugli obiettivi della AMC sia sulla sua probabilità di successo. Sulla base delle esperienze passate (e in particolare il riferimento d'obbligo è alla Securum svedese), una AMC di successo deve avere un mandato chiaro, limitato e focalizzato al recupero, ristrutturazione e vendita di immobili (*real estate assets*).

Sul fronte della tipologia ed estensione degli obiettivi attribuiti alle AMC, le esperienze europee si differenziano alquanto. Come si è detto, la AMC irlandese (NAMI) oltre a svolgere attività di gestione degli assets acquisiti (terreni e immobili) si propone obiettivi di carattere sociale.

L'attenzione all'impatto sociale della propria attività caratterizza in modo preponderante la AMC britannica che si pone come obiettivo prioritario quello di aiutare la famiglie in difficoltà a ripagare il proprio mutuo¹⁴. Questo giustifica una struttura operativa diffusa a livello nazionale che impiega un numero elevato di personale (ad oggi 2000 dipendenti).

Per quanto riguarda la spagnola SAREB, il suo compito è generare profitti dalla cessione a terzi di prestiti ipotecari e beni immobili. In quest'ultimo caso, si rivolge sia al mercato retail (clienti delle banche cedenti), con la predisposizione di un sito web dedicato simile a quello di una agenzia immobiliare, sia al mercato istituzionale (fondi immobiliari).

Infine, se il mandato della AMC tedesca e austriaca è limitato ad una ordinata vendita (*winding-up*) delle attività trasferite dalle banche insolventi nazionalizzate, il caso della slovena BAMC è un vero caso di scuola, in negativo. Infatti, nel corso di un anno e mezzo di operatività il governo ha modificato più volte il mandato e gli obiettivi strategici della AMC: da un ampio mandato di ricapita-

¹³ Gli investitori privati, che detengono la maggioranza del capitale sociale, ricevono un dividendo legato alla performance della SPV; alla sua liquidazione, se la SPV ha risorse adeguate, essi otterranno il rimborso del capitale, più un ulteriore 10% di equity bonus se la SPV si chiude con un profitto. Ulteriori profitti, oltre il bonus del 10%, verranno attribuiti esclusivamente a NAMA.

¹⁴ In molti casi il valore del mutuo supera il valore della proprietà immobiliare



lizzazione e gestione diretta delle banche cedenti ad un più limitato mandato di acquisizione di attività inesigibili delle banche e loro ristrutturazione ed eventualmente cessione. Questi continui e repentini cambiamenti di rotta hanno inciso in modo rilevante sull'efficacia operativa della BAMC¹⁵.

Anche con riferimento alla determinazione del transfer price dei crediti ceduti alle diverse AMC europee si osservano alcune diversità (cfr. Tab. 4). Nel caso della AMC irlandese, le autorità hanno deciso di adottare il concetto di *Long Term Economic Value*. Si tratta di una novità rispetto al normale concetto di market price determinato con il metodo dei flussi di cassa scontati; il LTVE cerca di determinare il valore che ragionevolmente ci si attende di realizzare tenendo conto di condizioni di mercato non influenzate da fattori eccezionali come la crisi finanziaria globale. Ad esempio, nel caso della determinazione dei prezzi dei cespiti immobiliari si è fatto ricorso a serie storiche dei prezzi del mercato immobiliare su orizzonti temporali che includessero fasi di boom e burst. Ciò ovviamente determina un *uplift* rispetto al valore corrente di mercato, depresso da una fase congiunturale negativa. In media l'*uplift* è stato pari all'8%; i crediti sono stati infatti trasferiti applicando uno sconto medio pari al 57%, rispetto ad uno scarto pari al 65% che si sarebbe applicato adottando il semplice valore di mercato. Il concetto di LTEV, seppure criticato dai media, dall'accademia, dai partiti di opposizione e non da ultimo dalla BCE¹⁶, è stato alla fine approvato dal-

la Commissione Europea, che quindi ha validato anche il conseguente aiuto di stato implicito.

Per contro nel caso sloveno le incertezze circa il ruolo e la missione della AMC si sono replicate anche sul fronte della determinazione del prezzo di trasferimento, che ha visto in un primo momento banche cedenti e Governo definire i termini della cessione in assenza di coinvolgimento della AMC e del suo personale specializzato – tecnici svedesi già coinvolti nella gestione della AMC Securum – e accordarsi su un livello di prezzo giudicato poi dalla Commissione Europea inaccettabile. Il prezzo finale, determinato dai tecnici della Commissione Europea in collaborazione con il Comitato Interministeriale sloveno, è stato determinato successivamente in accordo con le regole della Commissione Europea in tema di aiuti di Stato e riflette il valore economico reale dei crediti ceduti (Decisioni SA.33229 (2012/C) (ex 2011/N) e SA.35709 (2013/N)¹⁷.

portant, in line with previous opinions that the pricing of acquired assets is mostly risk-based and determined by market conditions. The preference expressed in the draft law for the long-term economic value of assets, rather than current market values, requires careful consideration in this context. In particular, it should be ensured that the assumptions to determine the long-term economic value of bank assets will not involve undue premium payments to the participating financial institutions to avoid creating inappropriate incentives from their side as regards the use of the scheme."

¹⁷ *"The methodology is based on the assessment of the net present value of future cash flows. For large exposures an individual assessment of future cash flows has been performed, while for small exposures a simplified approach was applied with an assessment based on loans' probabilities of default and loss given default characteristics. Furthermore, for calculating the transfer value, the expected losses in the baseline scenario of the Stress Test was used as a reference. The methodology of that valuation was endorsed by a dedicated group composed of the Slovenian authorities and, as observers, the Commission, the ECB and the European Banking Authority. For bankrupt companies and distressed loans the future cash flows were determined by the market value of collaterals and guarantees. Reports made by independent experts in the last 12 months*

¹⁵ Nel rapporto annuale del 2013 (unico documento ufficiale al momento disponibile)¹⁵ si legge che "Key challenges included: a) frequently and radically changing government demands regarding scope and timing of BAMC operations; b) a transfer process dependent on decisions by the European Commission; and c) continuous problems of access to essential data the non-performing assets to be transferred to BAMC (Annual Report, pag.7).

¹⁶ In una opione formale sul metodo propugnato da NAMA, così si esprime: "the ECB considers it im-

3.3 La nuova disciplina sugli aiuti di stato

Come già detto, la costituzione di una *bad bank* di sistema in Italia deve fare i conti con la disciplina europea sugli aiuti di stato. Dall'inizio della crisi finanziaria la Commissione ha adottato una serie di comunicazioni con le quali ha fornito orientamenti sui criteri da applicare per valutare se gli aiuti di stato in favore delle banche fossero compatibili con il mercato interno e cioè "destinati a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno stato membro"(art.107, terzo paragrafo, lettera b, TFUE). La comunicazione della Commissione europea del luglio 2013 sostituisce la *Banking Communication* del 2008 e aggiorna i documenti del 2009 tra i quali quello sulle attività deteriorate (*Impaired Assets Communication*). La Comunicazione ha come principale obiettivo la stabilità del sistema bancario, ovvero "la necessità di prevenire i gravi effetti di ricaduta negativo per il resto del sistema bancario che potrebbero derivare dal dissesto di un ente creditizio, nonché la necessità di garantire che il sistema bancario nel suo complesso continui a fornire una adeguata erogazione di prestiti all'economia reale". Essa si propone di evitare l'approvazione di misure di sostegno basate sulla generica necessità di difendere il sistema bancario e di combattere fenomeni di *moral hazard* che spingerebbero le banche, una volta ricevuti gli aiuti, a rimandare o accantonare le necessarie modifiche strutturali.

A tal fine la commissione ha introdotto due strumenti: 1) l'approvazione del piano di ristrutturazione della banca beneficiaria preventiva agli interventi pubblici sul capitale; 2) un sistema di *burden sharing* in base al quale al processo di ri-

capitalizzazione della banca devono contribuire gli azionisti e i detentori di capitale subordinato. Rimangono alcuni punti fermi per la commissione: l'intervento statale deve avvenire su basi oggettive e non discriminatorie, ovvero non limitato alle banche nazionali. Il regime di favore deve essere temporalmente limitato: è necessario l'invio di un'informativa su base semestrale alla Commissione per giustificare la continuazione degli aiuti, che in linea di principio non possono superare i due anni. I beneficiari e/o il settore di riferimento sono altresì tenuti a partecipare in misura significativa al costo della garanzia e dell'eventuale intervento; la valutazione delle spese sostenute, che potranno essere recuperate dallo Stato anche in un momento successivo, deve avvenire a valori di mercato (Corsaro, 2015 *Finrisk Alert*).

In assenza di informazioni sul progetto di *bad bank* italiana riteniamo che essa difficilmente possa essere sottratta alle norme introdotte nel 2013. Gli aiuti di stato potrebbero essere autorizzati per "garantire che il sistema bancario nel suo complesso continui a fornire una adeguata erogazione di prestiti all'economia reale", ma dovrebbero sottostare al maggior rigore della nuova normativa. E' peraltro presumibile che le richieste avanzate alle banche dalla Commissione a valle del riconoscimento dell'aiuto di Stato siano diverse in funzione del coefficiente patrimoniale che ciascuna avrà a seguito del riconoscimento di eventuali ulteriori svalutazioni sui NPL effettuate prima della cessione dei crediti alla *bad bank*.

3.4 Le proposte sul tavolo per l'Italia

Il maggior rigore della nuova disciplina in tema di aiuti di stato sta ritardando il varo della *bad bank*. Recenti notizie di stampa indicano infatti che il governo si sta al momento concentrando sui primi due pilastri (riforma delle procedure giudiziarie di

were used to assess the value of such collateral. The net present value of future cash flows was then calculated using a risk-free interest rate" (SA.33229 (2012/C) – (ex 2011/N)

gestione delle crisi di impresa e deducibilità delle svalutazioni su crediti).

Per quanto concerne la soluzione *bad bank*, stando alle notizie riportate dai media, la proposta del Governo si muoverebbe nella direzione di costituire un veicolo specializzato nei crediti in sofferenza delle sole imprese (sarebbero pertanto esclusi i crediti in sofferenza delle famiglie): si parla di circa 100 miliardi. Tale veicolo nazionale verrebbe costituito con la partecipazione minoritaria dello Stato o di altro ente pubblico (si parla di CDP) e la partecipazione maggioritaria dei privati. Inoltre, o in alternativa come nella proposta di ABI, lo Stato potrebbe offrire una garanzia pubblica sui titoli emessi dal veicolo, il cui costo graverebbe sull'AMC.

Se così fosse, per evitare che scatti la sanzione degli aiuti di Stato, occorrerebbe: i) che i crediti fossero ceduti al loro valore di mercato, valore che, come detto nei precedenti paragrafi, le banche considerano troppo basso, e ii) che il prezzo della garanzia fosse coerente con il rischio incorporato nei crediti ceduti.

La prima ipotesi sembra però poco realizzabile, prova ne è che sino ad oggi le cessioni di NPL a condizioni di mercato sono state ancora molto limitate (v. Parag. 2).

Anche con riferimento alla seconda ipotesi, relativa al costo della garanzia, si pongono dei problemi: è evidente che all'aumentare del suo costo si riduce la possibilità per il veicolo di offrire rendimenti sui titoli emessi appetibili agli investitori, al punto tale da minare la fattibilità della *bad bank* stessa. E' altresì vero che si potrebbe ipotizzare, come sperimentato in Spagna e in Slovenia, che i titoli emessi dalla AMC vengano sottoscritti dalle stesse banche cedenti, interessate principalmente a scontare i titoli emessi dal veicolo presso BCE e quindi disposte ad accettare anche rendimenti inferiori a quelli di mercato, considerati i quasi nulli costi dalla liquidità offerta dalla BCE.

Infine, se lo Stato partecipa al capitale della *bad bank*, partecipa anche all'eventuale profitto ottenibile attraverso il recupero delle posizioni deteriorate. Questo possibile guadagno dovrebbe contribuire a ridurre ex post il costo dell'intervento statale, ma, nonostante ciò, difficilmente la *bad bank* può essere costituita senza ipotizzare seppur ridotti aiuti di Stato.

Il progetto di *bad bank* di sistema è complesso, deve rispettare le non facili regole auree di cui si è detto nel paragrafo 3.1, ma soprattutto deve risolvere il puzzle dell'allocazione dei costi connessi con il *pricing gap* e con l'acquisizione di una garanzia dello Stato a prezzi inferiori a quelli di mercato.

Poiché i vantaggi derivanti dalla soluzione del problema di un eccesso di NPL nei bilanci delle banche sono in parte di tipo collettivo - ossia una maggiore capacità di sostenere l'economia reale da parte del sistema bancario -, occorre che i costi della soluzione del problema siano spalmati sui diversi attori e non rimangano totalmente a carico delle banche, che pure beneficerebbero della riduzione dei NPL nei loro portafogli.

Tali costi dovrebbero ricadere in parte sulle banche (che potrebbero beneficiare di un aumento della deducibilità delle rettifiche), in parte sui sottoscrittori dei titoli emessi dalla *bad bank* (nel caso fossero disposti ad accettare rendimenti inferiori a quelli di mercato) e per la parte restante a carico dello Stato e quindi sui contribuenti.

Una volta che il governo italiano avrà riconosciuto l'inevitabilità di dover ricorrere ad un intervento che si sostanzia in un aiuto di Stato, dovrà affrontare anche due ulteriori aspetti operativi.

Il primo riguarda un aspetto precedentemente ricordato nel Parag. 3.3, ossia che l'autorizzazione della Commissione è oggi subordinata a un sistema di *burden sharing*, in base al quale anche i detentori di obbligazioni subordinate devono partecipare alle perdite e/o contribuire all'eventuale ri-

capitalizzazione della banca in caso di aiuti di stato. Questa disposizione è finalizzata a coinvolgere gli investitori istituzionali nella risoluzione delle crisi bancarie. Tuttavia, occorre rilevare che in Italia una quota delle obbligazioni subordinate è detenuta da piccoli risparmiatori clienti delle banche stesse; viene meno, a nostro avviso, la condizione di investitore consapevole alla base della disposizione stessa. Pertanto, l'Italia dovrebbe sostenere la necessità di escludere tali risparmiatori dal meccanismo di *burden sharing*.

Il secondo aspetto da approfondire riguarda il carattere coercitivo o meno del provvedimento di cessione dei crediti alla *bad bank*. Nell'esperienza giapponese, si sono obbligate le banche a stralciare le sofferenze a distanza di 3 anni dalla loro emersione e a cederle alla *bad bank*. Nel contesto italiano si potrebbe come minimo legare l'utilizzo della detrazione fiscale accelerata degli accantonamenti al raggiungimento di un elevato tasso di copertura, almeno ad esempio pari al 60/70%. Il passaggio successivo potrebbe essere l'obbligo di cessione di tutte o gran parte delle sofferenze al veicolo.

In assenza di una qualche condivisione dei costi tra mercato e stato, è difficile ipotizzare che gli azionisti delle banche si accollino, da soli, un costo certo immediato a fronte di un futuro, incerto miglioramento della redditività aziendale, stante le condizioni di debolezza dell'economia reale e i rischi macroeconomici al di fuori del loro controllo.

Così facendo, tuttavia, è difficile immaginare una consistente ripresa del credito, che permetterebbe l'irrobustimento della tenue ripresa in corso, con ricadute negative (di nuovo) per le banche e per l'economia nel suo complesso.

4. CREDITI DETERIORATI: QUALI SOLUZIONI PROSPETTANO LE PRINCIPALI BANCHE ITALIANE?♦

Introduzione e principali evidenze

I risultati dell'Asset Quality Review hanno sottolineato una serie di criticità della struttura patrimoniale di una parte consistente del sistema bancario nazionale. E' stata evidenziata una sostanziale inadeguatezza delle strutture patrimoniali a sostenere l'elevato volume di crediti deteriorati nei portafogli, nonostante nel corso del 2013 e nella prima parte dello scorso anno, in previsione dell'analisi condotta dalla BCE, i principali gruppi avessero apportato rettifiche molto consistenti ai propri portafogli ed avessero incrementato i tassi di copertura sui crediti deteriorati, anche come presupposto alla realizzazione di soluzioni finalizzate a ridurre il peso dei *problem loan* nei bilanci (Banca d'Italia, 2015). Le prospettive di redditività non appaiono d'altro canto sufficientemente favorevoli per sostenere ulteriori aumenti dei *coverage ratio* e del costo del rischio.

La bassa qualità degli attivi e i vincoli derivanti dal peso della componente di crediti deteriorati condiziona in modo importante la riqualificazione dell'attività di credito e rende difficoltoso aumentare i volumi di credito senza elevare la rischiosità dell'attivo e da qui i fabbisogni di mezzi patrimoniali.

Come è stato evidenziato da analisi recenti (Deloitte 2014, Price 2014) altri sistemi bancari europei hanno già sperimentato interventi idonei ad agevolare la gestione dei *problem loans* e a circoscriverne i costi, sia privilegiando la pura esternalizzazione della componente di crediti problematici verso bad banks, come nell'esperienza delle

banche irlandesi e spagnole, sia con soluzioni organizzative finalizzate ad isolare i crediti deteriorati dalle attività core della banca e a delineare processi di gestione e di controllo specializzati con il fine di massimizzare la generazione di flussi di cassa dalle posizioni problematiche.

L'analisi qui proposta ha l'obiettivo di valutare nell'ambito del sistema bancario domestico le soluzioni aziendali in fase di definizione o già realizzate per la gestione dei crediti deteriorati, utilizzando le informazioni contenute nei piani strategici di alcuni dei principali gruppi bancari interessati dall'AQR nello scorso autunno.

Il lavoro si concentra sulle soluzioni proposte nei piani per la gestione del deteriorato e sostanzialmente indirizzate a migliorare il profilo di rischio dell'attivo e a ridurre il costo del credito. L'efficacia e la sostenibilità delle soluzioni proposte sotto il profilo economico e patrimoniale appaiono infatti prerequisiti per lo sviluppo e la riqualificazione dell'offerta di nuovo credito all'economia.

Tra le principali evidenze segnalate dai piani emerge infatti la scelta di tutti i gruppi bancari in esame di rifocalizzare il business sull'attività di credito: nei piani strategici sono esplicitati obiettivi di crescita dei volumi di crediti e della base di clientela, subordinati alla capacità di elevare la redditività commerciale delle relazioni.

Alla base delle strategie di crescita vi è quasi sempre nei piani la scelta di intervenire sulla qualità dei processi del credito e sull'efficienza delle politiche di credit risk management, per una molteplicità di obiettivi:

- una più accurata selezione delle nuove controparti;
- una migliore diversificazione dei portafogli per durate e forme tecniche;
- una riqualificazione dell'offerta sia dal punto di vista del sostegno creditizio sia in termini di servizi *non-lending* a valore

♦ A cura di Doriana Cucinelli e Arturo Patarnello.

aggiunto, in grado di ottimizzare le combinazioni rischio rendimento sottostanti alla relazione di clientela.

Come è stato prima accennato, preliminarmente ad un recupero di margini di manovra nella riqualificazione delle politiche del credito è la ricerca di soluzioni alla gestione dei portafogli problematici che risultino efficaci in termini di risultati e sostenibili sotto il profilo dei costi di realizzazione.

Le soluzioni indicate dai piani strategici poggiano in misura sostanzialmente marginale su operazioni classiche di cessione di quote dei portafogli deteriorati, probabilmente non sostenibili dai bilanci di buona parte dei gruppi interessati dall'analisi.

Le azioni strategiche proposte sembrano piuttosto differenziarsi in relazione alla dimensione e all'articolazione operativa dei gruppi analizzati.

Per i gruppi di minori dimensioni la strategia sul portafoglio deteriorato prevede essenzialmente azioni di miglioramento delle fasi di monitoraggio e di recupero, e, in qualche caso, soluzioni di parziale esternalizzazione dei processi finalizzate a ridurre i costi e a massimizzare l'estrazione di valore su una quota maggiore dei portafogli problematici.

I gruppi di maggiori dimensioni evidenziano nei propri piani strategici la volontà di reingegnerizzare le fasi di gestione dei crediti deteriorati secondo modelli organizzativi che mirano a segregare le attività connesse alla gestione in unità organizzative distinte, con processi autonomi e risorse di personale specializzate e dedicate. Si tratta di strutture trasversali rispetto alla tradizionale organizzazione della filiera del credito la cui praticabilità è giustificata dalla possibilità di ripartirne i più elevati costi su una "massa critica" di posizioni problematiche. Anche in questo caso le soluzioni sottendono la scelta di mantenere all'interno dell'azienda le attività riconducibili alla componente di crediti problematici, con l'intento tuttavia di isolarne gli effetti rispetto alle attività *core* del-

la banca, di renderne trasparente la struttura di costo e di migliorare i margini economici della gestione.

In tutti i casi le soluzioni prospettate, anche quando mostrino di convergere verso modelli affermati in altri sistemi, appaiono per le banche italiane promettenti unicamente se valutate in un orizzonte di medio periodo e implicitamente pongono il tema dei crediti deteriorati per il sistema bancario italiano come nodo strutturale suscettibile di condizionare pesantemente le scelte di politica del credito nei prossimi anni, anche in presenza di miglioramenti dello scenario congiunturale.

1. Il campione dei gruppi italiani: le caratteristiche

Per una valutazione prospettica delle scelte di politica creditizia è stato utilizzato un campione costituito da 10 dei 15 gruppi bancari italiani che hanno preso parte all'AQR della Banca Centrale Europea. Sono state escluse dall'analisi Iccrea Holding, Veneto Banca, Banco Popolare di Sondrio e Credem in quanto non è stato possibile reperire informazioni aggiornate sulle prospettive di sviluppo nel credito politiche seguite per l'indisponibilità dei relativi piani strategici; è stato inoltre escluso il gruppo Mediobanca in quanto contraddistinto da un differente modello di business rispetto alle banche in esame; anche per questi motivi, del resto, il piano industriale più recente non offriva informazioni significative sull'attività creditizia. I principali dati di sintesi dei gruppi analizzati, riferiti a fine 2014, sono riportati in Appendice al presente capitolo (TAB. 1).

I 10 gruppi bancari, i principali per totale attivo, rappresentano il 65% dell'attivo aggregato del sistema bancario italiano; si tratta di istituzioni, fatta eccezione per il Credito Valtellinese, sottoposte anche al Single Supervisory Mechanism (SSM) e



pertanto soggette alla supervisione diretta della Banca Centrale Europea.

Il quadro di sintesi in appendice (di fonte Bankscope) riporta, per ogni gruppo, dati sull'incidenza dei crediti lordi alla clientela ordinaria sul totale attivo e la quota dei depositi dei clienti sulle passività totali, come espressione dell'orientamento dei singoli intermediari all'attività creditizia tradizionale, oltre a informazioni sul grado di solvibilità (rapporto tra patrimonio netto e totale attivo) e sulla qualità dell'attivo (incidenza dei crediti deteriorati sul totale attivo).

Il dato relativo all'incidenza dei crediti accomuna il modello di business di queste banche a quello di banca commerciale classica, per il quale il credito a imprese e famiglie resta l'attività *core*. In effetti, sebbene siano sensibili le differenze dimensionali all'interno del campione, si tratta di banche caratterizzate da modelli simili, tra le quali sono presenti gruppi generalisti, formalmente a operatività universale, ma fortemente focalizzati sui mercati al dettaglio.

Tutti i gruppi in esame, sia i maggiori (Unicredit e Intesa Sanpaolo), che i gruppi medi (MPS, Banco Popolare e UBI Banca) e di più piccola dimensione (Carige, Popolare di Milano, Credito Valtellinese e Popolare di Vicenza) hanno un chiaro orientamento verso l'attività creditizia: tutti presentano un rapporto crediti a clientela ordinaria su totale attivo maggiore del 50%, in alcuni casi (come per Monte dei Paschi e Bper) anche al di sopra del 75%.

Gli indicatori di patrimonializzazione appaiono di norma adeguati. Monte dei Paschi e Carige sono gli unici due gruppi con un rapporto tra patrimonio e totale attivo inferiore al 5%,

La quota di depositi da clientela sulle passività totali, che consente di apprezzare l'orientamento delle politiche di raccolta verso il mercato retail, presenta valori più elevati per le banche popolari,

fatta eccezione per Banco Popolare e UBI Banca. Anche queste indicazioni sono coerenti con modelli di business tradizionali orientati all'intermediazione creditizia.

L'incidenza dei crediti deteriorati su totale attivo, che ne sintetizza la qualità dell'attivo, è più elevata a fine 2014 per MPS, Carige e Banco Popolare, seguite da Credito Valtellinese e Bper. Le restanti banche mostrano un'incidenza dei crediti deteriorati a fine 2014 inferiore al 20%¹.

2. Il profilo di rischio dei gruppi bancari: un confronto con il campione europeo delle banche AQR

Gli indicatori di qualità del portafoglio crediti e il dato di incidenza in bilancio delle posizioni deteriorate contribuiscono, insieme agli indicatori di struttura patrimoniale, a qualificare alcuni profili gestionali dei gruppi nazionali in esame utili ad inquadrarne le scelte nell'ambito dell'attività di prestito. Tali caratteristiche possono infatti operare come vincoli alle scelte strategiche in materia di credito esposte nei piani industriali e spiegare per questa via differenze nelle politiche creditizie e di gestione dei *problem loans*.

Per apprezzare la posizione relativa delle banche italiane viene perciò proposto preliminarmente un confronto con il gruppo degli intermediari europei interessati dall'AQR relativo ai principali indicatori di qualità dell'attivo e di struttura patrimoniale. Il confronto riguarda un periodo che comprende le due ampie fasi di crisi dei mercati finanziari (crisi dei mutui *subprime* e del debito sovrano).

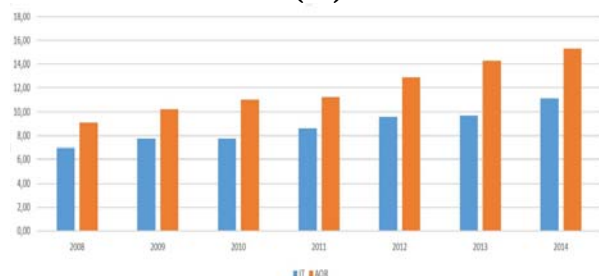
Delle 130 banche europee interessate dall'AQR, 25 sono state eliminate per l'assenza di alcuni dati; pertanto il campione di confronto è costituito da 105 gruppi bancari europei. Per l'Italia sono

¹ I valori risentono degli interventi di "pulizia" dei bilanci realizzati negli ultimi esercizi. Le politiche intraprese hanno comportato forti svalutazioni con l'intento di elevare la qualità dell'attivo, come nel caso di Unicredit e Intesa Sanpaolo.

stati considerati solo i 10 gruppi bancari nazionali ricompresi nell'AQR, per i quali sono disponibili piani industriali e informazioni strategiche aggiornati.

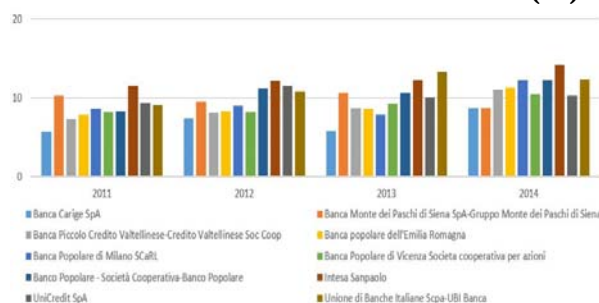
L'aggregato dei gruppi italiani mostra nel periodo indici di patrimonializzazione (Tier 1 ratio) superiori ai minimi e in crescita, sebbene permangano differenze negative rispetto alla media europea (FIG. 1).

FIG. 1 - Il Tier 1 ratio (%)



Gli obiettivi di rafforzamento patrimoniale perseguiti dal framework di Basilea 3 consentivano in effetti alle banche di scegliere strategie alternative che prevedessero sia incrementi della dotazione patrimoniale regolamentare sia un ridimensionamento dei portafogli RWA. E' probabile che, durante il periodo analizzato il trend di crescita evidenziato dal Tier 1 ratio sia il risultato di decisioni delle banche inerenti tanto dimensione e composizione dei mezzi patrimoniali (il numeratore del rapporto) quanto volume e grado di rischio dell'attivo, che ne costituisce il denominatore.

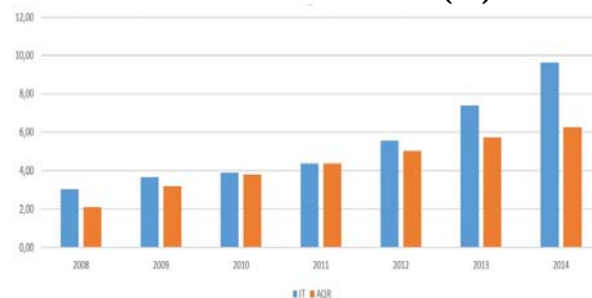
FIG. 2 - Tier 1 ratio delle banche italiane (%)



I dieci gruppi in esame hanno certamente realizzato nell'ultimo quadriennio un significativo aumento dei livelli di patrimonializzazione, sotto la sollecitazione della normativa prudenziale in tema di requisiti patrimoniali; restano tuttavia significative differenze nelle situazioni individuali, con alcune banche (Carige e MPS) che presentano criticità importanti e, peraltro, note (FIG. 2).

Il deterioramento della qualità degli attivi e la maggiore fragilità delle strutture di bilancio ha generato maggiori fabbisogni di patrimonio, in parte indipendentemente dagli effetti del quadro normativo, e hanno avuto riflessi anche sulla politica delle riserve delle banche europee.

FIG. 3 - Rapporto tra riserve per crediti deteriorati e crediti lordi alla clientela (%)

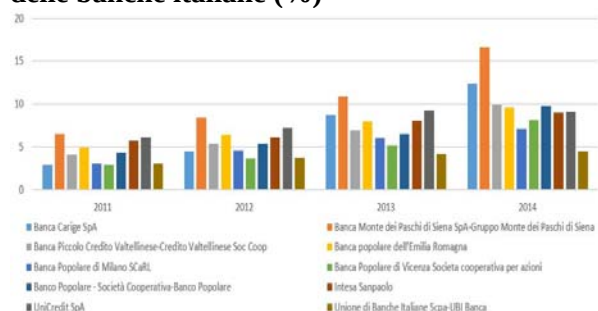


Per la media del campione AQR, l'incidenza delle riserve per crediti deteriorati sui crediti lordi a clientela ordinaria è aumentata costantemente (FIG. 3). Anche il gruppo delle banche italiane ha aumentato i valori del rapporto più marcatamente a partire dal 2012, fino ad arrivare a un valore in aggregato vicino al 10% nel 2014 a fronte di valori di poco superiori al 6% per la media del campione AQR. Solo per le banche di alcuni sistemi minori dell'area (Grecia, Irlanda, Cipro e Slovenia) il grado di copertura delle riserve sul portafoglio di crediti deteriorati presenta valori superiori a quelli delle banche italiane.

Tra i gruppi nazionali Carige, Monte dei Paschi, Credito Valtellinese, Bper e Banco Popolare mostrano un più elevato incremento dell'indicatore,

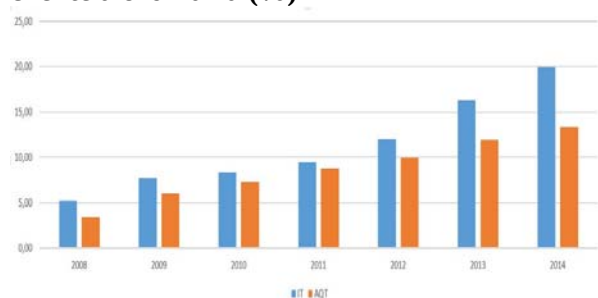
che è invece più contenuto per i gruppi maggiori (Intesa Sanpaolo e Unicredit); solo UBI Banca mantiene nel periodo un valore stabile dell'indicatore (FIG. 4).

FIG. 4 - Rapporto tra riserve per crediti deteriorati e crediti lordi alla clientela ordinaria delle banche italiane (%)



L'incidenza dei crediti deteriorati sul portafoglio (crediti totali a clientela ordinaria al lordo delle rettifiche) è aumentata nel corso della crisi finanziaria anche a causa degli insufficienti ritmi di crescita dei portafogli (FIG. 5).

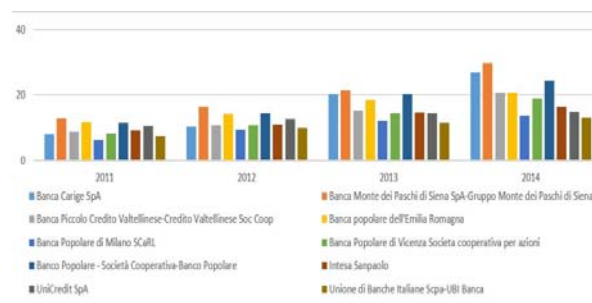
FIG. 5 - Crediti deteriorati su crediti lordi a clientela ordinaria (%)



Nonostante, in media, il trend sia simile per tutte le banche partecipanti all'AQR, per il gruppo delle italiane è però più evidente il peggioramento della qualità dei portafogli, soprattutto a partire dal 2011, anno di avvio della crisi del debito sovrano (FIG. 5). Proprio a partire da tale data, mentre per la media delle banche AQR l'incidenza dei crediti deteriorati sui crediti lordi cresce solo gra-

dualmente, si registra per le banche italiane un marcato aumento dell'indicatore.

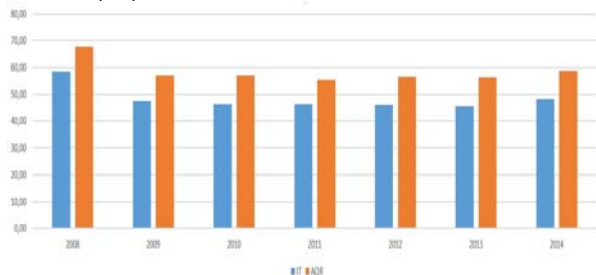
FIG. 6 - Crediti deteriorati su crediti lordi a clientela ordinaria delle banche italiane (%)



Dal 2011, in particolare, l'indicatore aumenta in modo più deciso per Monte dei Paschi e successivamente per Carige, oltre che per Banco Popolare, Bper e Banco Popolare di Vicenza. I maggiori gruppi (Unicredit e Intesa Sanpaolo) si dimostrano invece in grado di contenere l'aumento dei crediti deteriorati sul portafoglio (l'incidenza passa per le due banche rispettivamente dal 11% al 15% e dal 9% al 16,5%) presumibilmente anche a seguito dell'adozione di politiche indirizzate ad esternalizzare la gestione dei crediti deteriorati (FIG. 6). I gruppi italiani si caratterizzano anche per un livello del tasso di copertura dei crediti problematici inferiore rispetto alla media delle banche europee per tutto il periodo della crisi². Peraltro le analisi più recenti di Banca d'Italia (2015) sottolineano che nell'ultimo anno l'indicatore è tornato a crescere e si attesta, in media, su livelli più adeguati (FIG. 7).

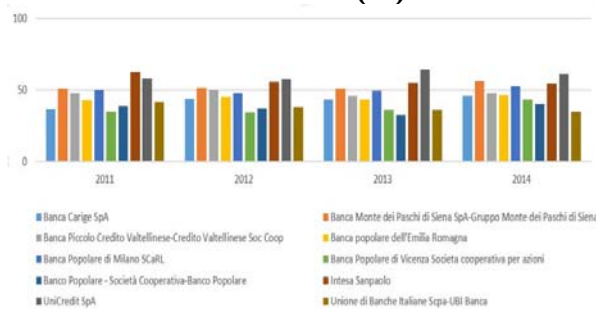
² Il dato qui esposto non distingue tra classi di crediti problematici; generalmente i valori di *coverage ratio* per le sofferenze risultano essere doppi rispetto a quelli degli incagli (Banca d'Italia, 2013)

FIG. 7 - Tasso di copertura dei crediti problematici (%)



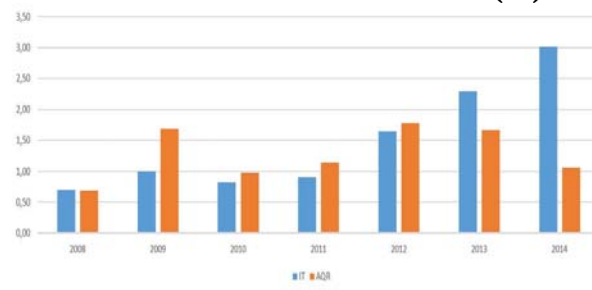
Il *coverage ratio* dei dieci gruppi italiani ha subito forti riduzioni nei primissimi anni della crisi finanziaria, per poi attestarsi su livelli stabili e tendenzialmente in crescita (FIG. 8).

FIG. 8 - Tasso di copertura dei crediti problematici delle banche italiane (%)



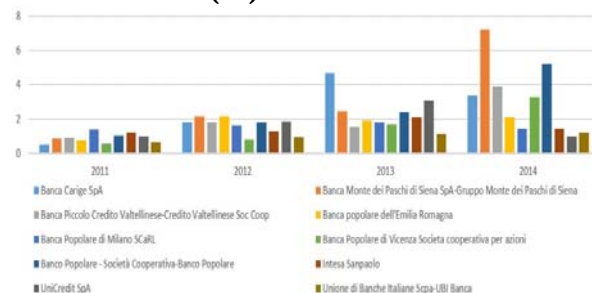
Tutte le banche hanno mostrato tassi di copertura in crescita nel periodo 2011-2014, fatta eccezione per Intesa Sanpaolo e per UBI Banca che sperimentano una lieve contrazione dell'indicatore (rispettivamente dal 62% al 55% e dal 42% al 35%). A fronte dell'aumento dei crediti deteriorati nel complesso le banche europee hanno mostrato una scarsa capacità di sostenere incrementi del costo del credito, calcolato come il rapporto tra rettifiche su crediti e crediti netti alla clientela ordinaria (FIG. 9).

FIG. 9 - Il costo del rischio del credito (%)



Nel periodo in esame tre momenti diversi caratterizzano l'evoluzione dell'indicatore: una prima fase in cui le banche italiane evidenziano livelli più contenuti di costo del credito rispetto alla media delle banche AQR; un secondo periodo in cui le banche italiane appaiono allineate alla media AQR; infine, una terza fase in cui, a partire dal 2013, per le banche AQR il livello del costo del rischio di credito si riduce, a fronte di una tendenza opposta evidenziata dal gruppo delle banche italiane.

FIG. 10 - Costo del rischio di credito delle banche italiane (%)



All'interno del gruppo emergono però ancora una volta differenze in termini di costo del credito, già a partire dal 2012 e, in modo più diffuso per la maggior parte degli intermediari, dal 2013, anno in cui la qualità dei portafogli peggiora in modo più marcato (FIG. 10).

Ancora una volta la tendenza è più evidente per alcuni intermediari: per Carige a partire dal 2012 l'indicatore ha iniziato ad aumentare per mostrare nel 2013 valori molto più elevati rispetto alla media del campione nazionale. Solo nell'ultimo anno si assiste ad un ridimensionamento. Nel 2014 un miglioramento dell'indicatore interessa anche Unicredit, Intesa Sanpaolo e Popolare di Milano, le quali, dopo aver sperimentato un aumento del costo del credito durante il 2012-2013, tornano a registrare valori più contenuti.

Per le restanti istituzioni italiane i valori del costo del credito risultano in crescita per tutto il periodo osservato. In particolare, per Banco Popolare e per Monte dei Paschi, il livello dell'indicatore è relativamente contenuto, seppur in crescita, durante tutto il periodo della crisi; nel 2014 mostra un incremento più marcato, rispettivamente, dal 2,45% al 5,20% per Banco Popolare e dal 2,50% al 7,20% per MPS.

Le evidenze emerse dal confronto consentono di rilevare che il dato di qualità dell'attivo è suscettibile di condizionare le scelte future di politica del credito delle banche italiane per gli effetti che la quota di crediti problematici possono avere sulle dimensioni dell'attivo rischioso e quindi sull'assorbimento di capitale. Le strutture patrimoniali potrebbero quindi rivelarsi non idonee a sostenere una crescita significativa dei portafogli crediti.

Per il complesso dei gruppi nazionali analizzati, e specificamente per le banche di minori dimensioni, l'insufficiente livelli del *coverage ratio* segna la inoltre in prospettiva come difficili le soluzioni finalizzate ad alleggerire le posizioni deteriorate in portafoglio attraverso cessioni o altre forme di esternalizzazione dei costi di gestione dei portafogli problematiche, se non a fronte di costi significativi a carico dei conti economici.

3. Le politiche creditizie e la gestione dei crediti deteriorati: le linee strategiche delineate dai piani industriali

Per 10 dei 15 gruppi bancari interessati dall'AQR della Banca Centrale Europea è possibile un esame delle politiche del credito e delle scelte strategiche nella gestione del portafoglio di crediti non performing utilizzando le informazioni riportate nei piani industriali. Per alcune delle banche appartenenti al panel (UBI Banca e Popolare di Vicenza), che non hanno dato diffusione ai rispettivi piani, le informazioni strategiche sono tratte da comunicati stampa, che sintetizzano contenuti linee, strategiche e obiettivi di medio periodo delle politiche del credito delineate nei *business plan*.

Per le banche esaminate l'arco di piano, come è ovvio non sempre coincidente, è però sufficientemente omogeneo e tale da consentire raffronti tra le scelte strategiche rilevanti (FIG. 11). L'orizzonte copre un periodo compreso tra il 2013 e il 2018. Fa eccezione UBI Banca, per la quale le informazioni di piano strategico sono limitate al periodo 2011-2015, e Popolare di Vicenza che ha pubblicato nel corso del 2015 un comunicato stampa sui propri obiettivi industriali fino al 2019.

FIG. 11 - Orizzonte temporale dei piani industriali

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
banco popolare									
bper									
carige									
credito valtellinese									
intesa san paolo									
mips									
popolare di milano									
popolare di vicenza									
ubi banca									
unicredit									

Molti dei piani strategici esaminati precedono solo di pochi mesi la diffusione dei risultati dell'analisi BCE sulla qualità degli attivi; i documenti riflettono inoltre gli effetti della lunga fase di crisi dei mercati bancari. Appaiono perciò caratterizzati da obiettivi di razionalizzazione dell'attività e prevalentemente da scelte di rifocalizzazione sui busi-

ness più tradizionali, tra le quali spiccano le decisioni relative all'area del credito.

Gli indirizzi strategici sono spesso mirati ad alleggerire le strutture di gruppo, con previsione di uscita da aree di business ritenute *non core*, e a semplificare il disegno delle reti, secondo linee che ne differenzino le funzioni sul territorio e ne valorizzino il ruolo nell'ambito di strategie distributive multicanale.

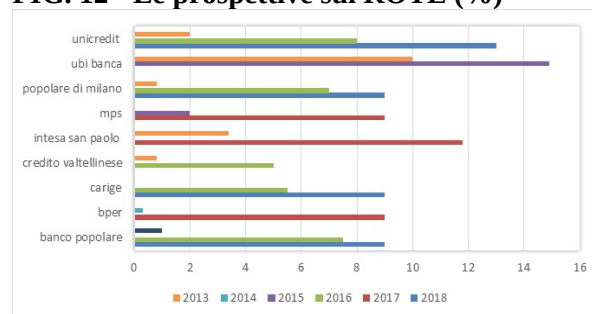
Le banche dichiarano recuperi di redditività significativi nell'orizzonte di piano (FIG. 12). I valori, espressi come ROTE (Return on Tangible Equity), sono previsti in decisa crescita, da livelli modesti e prossimi allo zero nel 2013, a obiettivi che in media, per la maggior parte delle banche, oscillano tra 6,6% e 10% nel triennio 2016-2018, date finali dei piani nei diversi casi.

L'unico gruppo a mostrare un ROTE già adeguato nel 2013 (10%) è UBI Banca, che nel piano prevede un ulteriore incremento dell'indicatore di quasi 5 punti percentuali (al 14,9%) nei successivi due anni. Per i restanti gruppi bancari le aspettative di incrementi di redditività sono progressivamente più contenute con il diminuire delle dimensioni del gruppo.

A scadenza del piano solo Unicredit e Intesa Sanpaolo dichiarano valori attesi dell'indicatore superiori al 10% (rispettivamente 13% e 11,8%), mentre tutti gli altri gruppi propongono obiettivi di ROTE intorno al 9%.

Secondo le indicazioni dei piani il miglioramento della redditività viene conseguito, in linea di massima, avvantaggiandosi delle prospettive positive del contesto di mercato, e grazie a incrementi di efficienza della gestione nelle attività bancarie tradizionali; un contributo positivo al miglioramento dei risultati economici si attende da una riduzione delle rettifiche sui crediti, a seguito di interventi di riqualificazione dei portafogli crediti.

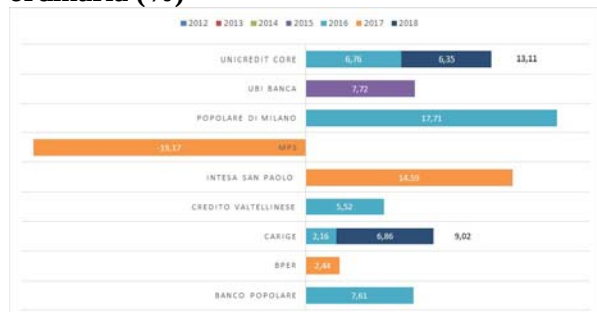
FIG. 12 - Le prospettive sul ROTE (%)



Le banche in esame sono tradizionalmente contraddistinte da una vocazione verso l'intermediazione creditizia; in questo quadro la riqualificazione e la valorizzazione del business del credito sono obiettivi dichiarati con l'intento di riaffermare la caratterizzazione del modello di business di banca commerciale. Le strategie nel credito esposte nei piani hanno connotati in certa misura dipendenti anche dalle dimensioni dei gruppi e quindi dal posizionamento geografico e dal grado di articolazione dell'attività per portafogli di business. Le intenzioni strategiche di gruppi quali Unicredit e Intesa Sanpaolo mantengono quindi specificità proprie rispetto agli altri gruppi in esame e sono motivate dal grado di diversificazione e dall'apertura internazionale dei due gruppi.

Gli obiettivi di piano prevedono aumenti dei volumi di credito alla clientela, con tassi di crescita attesi differenziati per banca ma in generale piuttosto contenuti per tutti i gruppi. Soprattutto per le banche radicate in aree regionali, negli obiettivi dichiarati emerge il tentativo di enfatizzare una riqualificazione delle scelte di intermediazione decisamente a sostegno dell'economia dei territori e delle comunità di riferimento (famiglie e piccole imprese)

FIG. 13 - Le previsioni sui crediti a clientela ordinaria (%)³



Sui rispettivi orizzonti di piano la crescita attesa dei volumi è più ridotta per le banche di minori dimensioni (Credito Valtellinese e Carige) e più sostenuta per Banca Popolare di Milano, UBI Banca e Intesa Sanpaolo. Le banche in discorso dichiarano un target di crescita annuo (CAGR, *Compounded Average Growth Rate*) rispettivamente del 5,6%, del 3,8% e del 3,5%; per i restanti gruppi i tassi di crescita annui dichiarati si attestano poco al di sopra del 2%. Solo MPS prevede una riduzione degli impieghi tra il 2013 e il 2017 (CAGR di -4,20%), con un *deleveraging* che complessivamente dovrebbe risultare di circa il 19% rispetto ai volumi 2013 (FIG. 13).

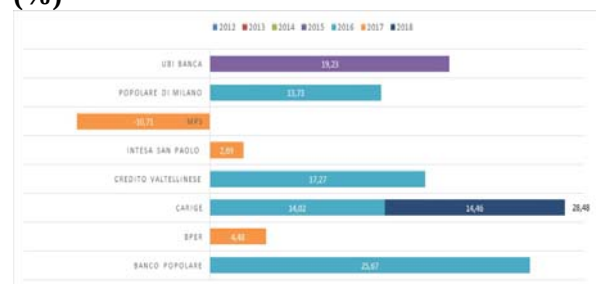
All'interno dell'orizzonte di piano le dinamiche di sviluppo dei portafogli sono talvolta differenziate: ad esempio, con riferimento alla parte finale del periodo coperto dai piani (2016-2018), sia Unicredit sia Carige prevedono tassi di crescita dei crediti alla clientela più elevati rispetto alla prima parte (rispettivamente il 2,90% e il 3,30%).

A fronte di una generalizzata tendenza dei gruppi a rifocalizzare l'attività sul business tradizionale le previsioni di piano in merito all'evoluzione dei margini mostrano attese prudenti di crescita del margine di interesse, con un CAGR medio del campione pari al 3,90%; valori più elevati sono

³ La base di partenza per tutti i gruppi bancari è il dato dei crediti a clientela ordinaria al 2013, fatta eccezione per MPS e Bper, per i quali il dato di partenza fa riferimento rispettivamente agli anni 2012 e 2014.

indicati da UBI Banca e Banco Popolare, rispettivamente pari al 9,90% e al 7,90%. In questi ultimi casi l'ipotesi di crescita del margine di interesse risulterebbe per le due banche rispettivamente del 19,23% e del 25,67% nell'orizzonte temporale considerato dal piano. Più contenute le aspettative per Intesa Sanpaolo, che mostra un tasso medio annuo composto dello 0,6% e un incremento complessivo del margine nel periodo 2013-2017 del 2,69%. Anche in questo caso MPS è l'unico gruppo a mostrare attese negative sull'evoluzione del margine, per il quale è previsto un tasso medio annuo composto del -2,24%, per una riduzione sull'orizzonte 2012-2017 pari a -10,70% (FIG. 14).

FIG. 14 - Le previsioni sul margine di interesse (%)⁴

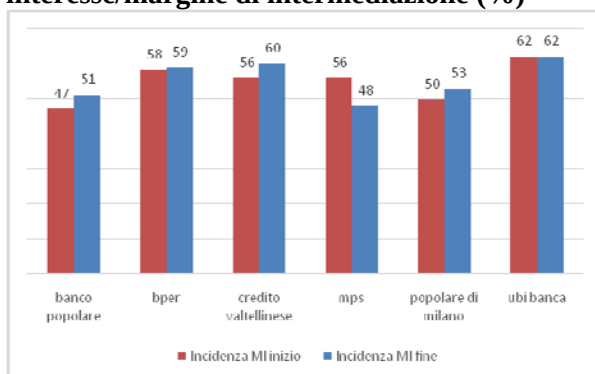


Solo per alcuni dei gruppi bancari in esame è stato possibile calcolare l'incidenza del margine di interesse sul margine di intermediazione nel periodo di piano, qui utilizzata come proxy dell'orientamento al credito del gruppo. Come è comprensibile MPS evidenzia una riduzione dei valori di incidenza, risultato oltre che delle attese negative circa l'evoluzione del margine di interesse, anche di un previsto incremento della componente commissionale al denominatore (CAGR atteso del 7% circa nell'arco di piano). Bper e UBI

⁴ La base di partenza per tutti i gruppi bancari è il dato dei crediti a clientela ordinaria al 2013, fatta eccezione per MPS e Bper, per i quali il dato di partenza fa riferimento rispettivamente agli anni 2012 e 2014.

Banca evidenziano valori stabili nel tempo, mentre per i restanti gruppi per cui il dato è disponibile (Credito Valtellinese, Banca Popolare di Milano e Banco Popolare) i piani esprimono attese di incrementi dell'incidenza del margine di interesse sul margine di intermediazione (FIG. 15), come effetto presumibile di una più decisa rifocalizzazione sull'attività di credito. Si tratta di risultati attesi coerenti, per quasi tutti i gruppi, con gli obiettivi dichiarati di incremento del volume di crediti alla clientela prima commentati.

FIG. 15 - Le previsioni sul rapporto margine di interesse/margine di intermediazione (%)



Gli interventi delineati nei piani coinvolgono quasi sempre in parallelo i processi nell'area del credito e la ridefinizione delle linee gestionali, con enfasi spesso differente sui due aspetti. Le azioni proposte sono tuttavia accomunate da due esigenze:

- ridurre il peso del portafoglio RWA sul bilancio; in alcuni casi si ritiene che l'obiettivo possa essere conseguito anche attraverso gli attesi miglioramenti nella qualità dei processi di valutazione conseguiti con la piena operatività dei modelli AIRB; i piani non indicano come incoerente un'azione di parziale *de-risking* sugli attivi con obiettivi di crescita selettiva degli impieghi e con un recupero di un ruolo di supporto all'economia reale, pur

in un contesto fortemente condizionato dai vincoli e dai costi posti allo sviluppo del credito dallo stock di deteriorato;

- ricondurre gli obiettivi di volume e di risultato assegnati alle politiche del credito ad un Risk Appetite Framework più chiaramente formalizzato rispetto al passato, in accordo con le indicazioni della normativa prudenziale, e di necessità conservativo.

Per i gruppi di minori dimensioni le azioni strategiche indirizzate a riqualificare i processi creditizi appaiono simili. Per queste banche, la cui intermediazione è decisamente concentrata dal punto di vista geografico, i piani ipotizzano infatti un rafforzamento della funzione crediti, anche dal punto di vista delle dotazioni di personale, e un nuovo disegno delle procedure di concessione più coerente con il perimetro aziendale del RAF.

Spesso tali linee di intervento sono accompagnate da scelte di ulteriore accentramento del processo decisionali. In tutti i piani riferiti a gruppi di medie e piccole dimensioni viene inoltre enfatizzata la necessità di migliorare i processi di monitoraggio dell'andamento con l'obiettivo di intervenire precocemente su anomalie suscettibili di determinare un deterioramento delle posizioni e, in prospettiva, di elevare il costo del rischio.

Anche i maggiori gruppi (Unicredit e Intesa SanPaolo) delineano nei propri piani strategici innovazioni del processo del credito finalizzate a rendere più efficienti l'iter deliberativo e i processi di monitoraggio e di gestione delle anomalie, anche con investimenti di natura organizzativa sulla struttura e sul personale. In questo caso gli interventi appaiono tuttavia integrati in una strategia di medio periodo più definita, finalizzata da un lato a riqualificare il portafoglio attraverso una migliore selezione delle nuove controparti, e dall'altro a prevenire ulteriori scadimenti della qualità sullo

stock di esposizioni in essere; in sintesi si prevedono:

- azioni sul processo del credito indirizzate a ridurre i tempi di concessione e a semplificare le fasi decisionali per le controparti caratterizzate da un profilo di rischio più favorevole, o nei confronti di segmenti di clientela o operazioni più attrattive, perché assistite da forme di mitigazione di natura giuridica o tecnica;
- interventi sulle procedure per favorire uno snellimento operativo ai diversi livelli di responsabilità della filiera decisionale (tipicamente comitati crediti o organismi collegiali con funzioni analoghe);
- costituzione di team specializzati nella fase di monitoraggio o di gestione delle posizioni con performance inferiori agli standard o in fase di ristrutturazione;
- specifiche azioni formative sul personale;
- previsione di modelli operativi specificamente disegnati per la gestione delle posizioni anomale o sotto osservazione, integrati verticalmente secondo una logica propria di un'organizzazione divisionale.

Le decisioni strategiche di matrice gestionale si fondano nella quasi totalità dei casi in esame sul presupposto di una crescita dei volumi di prestiti e, in molti casi, su un ampliamento della base di clientela, con previsioni di aumenti importanti del numero di clienti "prospect".

Obiettivo ricorrente nella definizione delle linee di politica del credito è l'incremento della redditività commerciale del business, ricercato alternativamente con una differente composizione dei portafogli per segmenti e scadenze, con l'intento di migliorare i margini reddituali, e con un migliore sfruttamento della base di clientela attraverso la *cross selling*.

Le azioni indirizzate a modificare il mix di portafoglio privilegiano in molti casi spostamenti verso

l'operatività a medio e lungo termine, per i vantaggi che le forme tecniche offrono in termini di controllo andamentale della posizione e per la presenza di forme di garanzia. Sotto il profilo delle controparti, i piani evidenziano in modo netto la decisione di privilegiare i segmenti delle famiglie e delle piccole e medie imprese, ritenuti più attrattivi in quanto consentono un migliore frazionamento dei portafogli e una più attrattiva combinazione tra redditività e profilo di rischio delle relazioni. Con analoghe motivazioni in molti dei piani in esame sono previste azioni di sviluppo specifiche nel settore del credito ai privati; le politiche nel segmento sono spesso appoggiate sulle società prodotte presenti nel gruppo, e talvolta si caratterizzano per l'utilizzo di canali di vendita dedicati (come nel caso di BPM) o per l'impegno nello sviluppo di nuovi prodotti di credito e nella valorizzazione di prodotti pivot (nel caso Bper, i prestiti contro cessione del quinto).

Il tentativo di migliorare i margini attraverso lo sviluppo e la riqualificazione dei portafogli crediti presenta peraltro controindicazioni per le possibili ricadute sulle dimensioni delle RWA e sul costo del credito; da questo punto di vista nei piani analizzati si distinguono interventi specificamente indirizzati ad ottimizzare le combinazioni rendimento-rischio delle posizioni, quali:

- la selezione delle nuove controparti attraverso i canali di contatto offerti dalle associazioni di categoria o a seguito dello sviluppo di specifiche specializzazioni settoriali nell'attività di finanziamento alle PMI;
- l'offerta alla clientela impresa di servizi ad elevato valore aggiunto, idonei a selezionare le controparti secondo un criterio di qualità dei fabbisogni, o di servizi *non-lending*, tipicamente forme di accompagnamento ai mercati dei titoli o consulenze

za per l'accesso ai canali di finanza agevolata (fondi BEI, fondi strutturali);

- (Confidi, SACE) a fini di mitigazione del rischio.

Le politiche creditizie esposte nei piani strategici pongono in modo generalizzato l'attenzione sullo sviluppo del portafoglio crediti e privilegiano obiettivi di riqualificazione del nuovo credito.

Il miglioramento della qualità dei portafogli, come è stato prima ricordato, poggia su processi di concessione e di monitoraggio più efficienti e sulla ricerca di una maggiore penetrazione presso quelle fasce di clientela, in prevalenza controparti *retail* e *small business*, che consentano di conseguire obiettivi di diversificazione e di riduzione del rischio di portafoglio. Analoghi obiettivi di controllo del rischio, nelle intenzioni espresse nei piani, dovrebbero essere ricercati nella relazione con il segmento imprese selezionando le controparti a rating più elevato o favorendo operazioni più attrattive per combinazione rischio-reddittività e coerenti con la volontà di ridurre l'attivo a rischio e di limitare l'assorbimento di capitale regolamentare.

La possibilità di conseguire gli obiettivi dichiarati nell'attività creditizia e la riqualificazione dei portafogli dipendono tuttavia in larga misura dall'efficacia delle politiche poste in atto per il trattamento dei crediti deteriorati. Margini di flessibilità possono essere recuperati solo a condizione che i gruppi conseguano gli obiettivi dichiarati nei piani in quest'ambito, vale a dire una riduzione strutturale del flusso di *problem loans* e forti incrementi dei recuperi sulle posizioni deteriorate così da realizzare consistenti riduzioni del costo del rischio, attraverso una compressione delle rettifiche.

Rispetto a previsioni tra loro spesso discordanti sull'evoluzione dell'aggregato dei crediti deteriorati per il sistema bancario la maggior parte dei gruppi, e in primo luogo le banche di maggiori

dimensioni, come nel caso di MPS e Intesa Sanpaolo, indica una progressiva riduzione dell'entità delle perdite su crediti e dei flussi dei passaggi da crediti vivi a non performing. Molti dei piani analizzati evidenziano anche un obiettivo di incremento del tasso dei recuperi sui crediti: a titolo di esempio, BPM conta di aumentare i recuperi di 1,3 punti percentuali nell'arco di 3 anni, e MPS di 2,5 punti percentuali.

Inoltre tutti i gruppi dichiarano di voler tornare, entro l'orizzonte di piano, ad un valore medio del costo del credito vicino a 74 bps, contro una media iniziale di 209 bps (FIG. 16). UBI banca è l'unico gruppo a mostrare già nel 2013 valori dell'indicatore molto contenuti rispetto alla media del campione (pari a 45 bps) e presenta per questo motivo un obiettivo di riduzione dell'indicatore nel successivo triennio più modesto (40 bps nel 2015).

FIG. 16 - La proiezione del costo del credito (bps)



La gestione del portafoglio di crediti deteriorati ha come presupposto, in quasi tutti i piani esaminati, la messa a punto di presidi organizzativi dedicati sulla qualità del credito, che comporta, come già ricordato, un rafforzamento dell'azione di monitoraggio con l'identificazione di figure specialistiche in affiancamento ai gestori.

Molti dei piani esaminati ipotizzano anche soluzioni a valle del ciclo di vita dei crediti deteriorati, che comportino la cessione di sottoportafogli di crediti deteriorati o semplicemente una migliore



valorizzazione dei *collateral* che assistono le esposizioni. Le cessioni interessano nella maggior parte dei casi posizioni di piccolo importo, o contraddistinte da elevati *coverage ratio*, al fine di circoscrivere i costi dell'operazione, e non sono indicate come alternative ad adeguamenti dei processi.

Le soluzioni prospettate dai gruppi di maggiori dimensioni nei propri piani strategici puntano invece in modo deciso su interventi di reingegnerizzazione del processo di gestione delle posizioni deteriorate al fine di liberare risorse per una riqualificazione dell'attività di credito. Il presupposto economico di queste scelte sembra essere la possibilità di operare su una massa critica significativa di portafogli che garantisca un volume di recuperi adeguato ad assorbire i rilevanti costi di natura organizzativa.

Le indicazioni dei piani fanno emergere per i gruppi di maggiori dimensioni un approccio alla gestione delle posizioni deteriorate identificabile come un processo "industriale" di gestione di portafogli problematici. L'approccio adottato, allineato alle *best practices* internazionali, poggia su tre linee d'azione:

- a) segmentazione dei portafogli deteriorati e riclassificazione delle posizioni per classi omogenee

La segmentazione in subportafogli mira ad isolare *cluster* di posizioni problematiche, omogenei per forma tecnica o tipologia di garanzia; consente di definire modalità di risoluzione disegnate sulla tipologia di esposizione o, in alcuni casi, personalizzate in base alle dimensioni o alle caratteristiche della controparte e di differenziare le strutture di recupero e i relativi processi in relazione alle tipologie di crediti.

L'identificazione di *asset class* omogenei nei portafogli può riguardare sia posizioni ad incaglio

che crediti in sofferenza; a titolo di esempio, la soluzione adottata da Bper prevede una distinzione tra "incagli operativi" (per i quali vi sia una attesa di recupero della relazione commerciale) e "incagli critici", per i quali si prevede unicamente un recupero dell'esposizione finalizzato a limitare la perdita;

- b) la segregazione delle attività inerenti la gestione dei crediti deteriorati e dei relativi portafogli

Di norma le posizioni e l'operatività riconducibile alla loro gestione sono definite *non core* e collocate in unità di business dedicate, nel cui perimetro confluisce una serie di attività presidiate in via esclusiva (posizioni in sofferenza e garanzie pertinenti, *collateral* rivenienti dall'attività di recupero); all'interno della business unit sono identificati in modo formale i ruoli organizzativi chiave della filiera di gestione del credito deteriorato e sono collocati tutti i processi amministrativi che attengono ai recuperi; alla stessa unità può far capo anche la responsabilità di sviluppare e seguire eventuali partnership con fornitori esterni specializzati nelle attività di recupero.

In sintesi, l'identificazione di una unità di business dedicata consente di costituire strutture di personale specializzate, di norma in affiancamento alla rete, cui assegnare la responsabilità dell'intero processo di monitoraggio e di recupero delle posizioni deteriorate, e abilitate ad intervenire sulla base di politiche specificamente disegnate per segmenti di posizioni omogenee o per singole posizioni;

- c) l'adozione di sistemi di budget e di incentivazione per il controllo delle performance

La gestione delle posizioni deteriorate attraverso un modello organizzativo formalizzato implica di norma anche l'assegnazione di budget per il controllo dei risultati e la definizione di obiettivi; anche nei casi in cui le attività di recupero non siano organizzate all'interno di unità di business, è però ricorrente nei piani esaminati la scelta di assegnare budget di gestione delle posizioni anomale e obiettivi di recupero ad unità organizzative identificate (filiali, centri imprese) o direttamente ai gestori.

Bibliografia

Banca d'Italia (2015) Rapporto di stabilità finanziaria n.1

Banca d'Italia (2014) Rapporto di stabilità finanziaria n.4

Banca d'Italia (2014) Risultati dell'esercizio di "valutazione adeguata". Comunicato stampa, Roma, 26 ottobre 2014.

Deloitte (2014) The Deloitte Italian NPL Outlook 2014-2015.

KPMG (2014) Bilanci dei gruppi bancari italiani: trend e prospettive.

Jassuad N., Kang K. (2015) A strategy for developing a market for Non-performing loans in Italy. *International Monetary Fund*.

Price Waterhaouse (2014) The Italian NPL Markets, increasing expectation.

Prometeia (2014) Piani strategici delle banche italiane a confronto. 28 aprile 2014, L'Atlante – news letter di Prometeia.



Appendice

TAB. 1 - Descrizione del campione dei gruppi bancari italiani al 2014

Gruppo bancario	Forma societaria	Totale attivo (th euro)	Patrimonio netto/Totale attivo (%)	Crediti a clientela ordinaria/Totale attivo (%)	Depositi da clientela ordinaria/Passività totali (%)	Tier 1 ratio (%)	Crediti deteriorati/Crediti lordi a clientela ordinaria (%)
Carige	Spa	38.309.600	4,74	59,52	52,73	8,70	26,90
MPS	Spa	183.443.800	3,27	75,57	44,24	8,67	29,81
Credito Valtellinese	Popolare	28.813.600	7,03	70,13	59,85	10,97	20,82
Bper	Popolare	60.652.900	9,09	80,13	62,47	11,29	20,71
Popolare di Milano	Popolare	48.271.800	9,44	71,46	56,21	12,21	13,65
Popolare di Vicenza	Popolare	46.474.900	8,07	64,43	57,64	10,44	18,83
Banco Popolare	Popolare	123.081.700	6,56	65,39	44,36	12,26	24,40
Intesa Sanpaolo	Spa	646.427.000	6,97	54,79	46,82	14,20	16,53
UniCredit	Spa	844.217.400	6,26	61,33	48,49	10,26	14,95
UBI Banca	Popolare	121.786.700	8,51	73,20	43,12	12,33	13,06
Media complessiva		214.147.940	6,99	67,60	51,59	11,13	19,97